

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE
CHANGE ANGLAIS
PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le samedi 5 février 1921, à 3 heures 1/2

PAR

G. PAPAZIAN

Président : M. TRUCHY, Professeur

Suffragants { *MM. DESCHAMPS, Professeur*
RIST, Professeur

*

PARIS

JOUE ET C^{IE}, ÉDITEURS

15, Rue Racine, 15

—
1921

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE
CHANGE ANGLAIS
PENDANT LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le samedi 5 février 1921, à 3 heures 1/2

PAR

G. PAPAZIAN

Président : M. TRUCHY, Professeur

Suffragants { MM. DESCHAMPS, *Professeur*
RIST, *Professeur*



PARIS

JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, Rue Racine, 15

—
1921

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses: ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A MON PÈRE

PRÉFACE

A la vue des ruines et des révolutions politiques, industrielles et financières que la grande guerre a semées parmi les belligérants, on est amené à se demander si la prépondérance du marché financier de Londres a pu résister à l'effroyable pression qu'il a subie.

Avant la guerre l'Angleterre détenait la première place dans les domaines industriel, maritime et financier. Certes l'industrie et la marine marchande allemandes constituaient pour elle une menace sérieuse, mais l'Allemagne, depuis la débâcle de 1918, ne peut espérer se ressaisir avant de longues années.

Au contraire, l'industrie américaine, gorgée de bénéfices de guerre, a fait un prodigieux bond en avant et sa flotte commerciale, grâce à l'appui du Trésor américain, occupe à nouveau la belle situation d'avant la guerre de Sécession. Mais l'Angleterre est en mesure de lutter contre cette concurrence.

Il n'en est point ainsi en ce qui concerne la situation financière. Pendant la guerre l'Amérique s'est acquis à cet égard une prépondérance incontestable. C'est là un fait grave pour l'Angleterre. Les pays créanciers ont des facilités exceptionnelles pour encourager le développement des achats chez eux. Si le commerce suit le pavillon, il est encore plus fonction de la puissance financière d'un pays.

Cette puissance peut se calculer sur le stock d'or du pays, sur le montant des dépôts dans les banques, l'importance du portefeuille étranger. Mais les mouvements du change en constituent encore le meilleur baromètre.

L'étude du change d'un pays est donc très importante. Elle l'est d'autant plus pour l'Angleterre que Londres, seul marché libre d'or, était le centre des opérations d'acceptation du monde entier.

Nous étudierons la situation du marché de Londres avant la guerre — l'influence de la déclaration de guerre — les effets de la guerre sur la valeur de la livre sterling aux Etats-Unis d'Amérique, en Hollande et dans les pays scandinaves, les mesures prises pour la stabiliser et la ramener au pair.

Nous terminerons par un exposé bref des efforts faits depuis l'armistice pour revenir à une situation plus normale et des difficultés rencontrées par le Trésor et la Banque d'Angleterre dans leur œuvre d'assainissement.

LE CHANGE ANGLAIS

PENDANT LA GUERRE

INTRODUCTION

Importance de la Banque d'Angleterre et de la place de Londres dans le monde financier au début du XX^e siècle

La suprématie financière anglaise était avant la guerre un fait indiscuté (1).

Il nous a paru utile d'examiner très rapidement les facteurs de cette prospérité qui intéressent le plus directement le mécanisme du marché des changes à Londres.

Nous étudierons :

1^o *L'influence de la Banque d'Angleterre sur le change ;*

2^o *L'organisation du marché d'or ;*

3^o *L'organisation du marché de l'escompte.*

La Banque d'Angleterre et son influence sur le change. — La Banque d'Angleterre, à la veille de la guerre, jouait sur le marché de Londres un rôle remar-

1. Voici dans quels termes la *Frankfurter Zeitung*, pourtant non suspecte de partialité, la reconnaissait au cours même des hostilités :
« L'influence de l'histoire, un formidable Empire, une Bourse cosmopolite, d'intimes relations d'affaires avec toutes les parties du monde, un marché libre d'or, des changes stables, des capitaux en quantités presque illimitées, une organisation modèle des assurances et l'application du système du libre échange ont bâti la suprématie financière anglaise. Peut-être avons-nous omis un facteur très important : les fautes et les défaillances des autres nations... » (Numéros de novembre 1915.)

quable. Elle était la grande régulatrice du change. Elle fut lente à acquérir cette situation exceptionnelle. Le Bank Act de 1844 avait été voté pour mettre fin à certaines spéculations qui provoquaient régulièrement des crises financières. Il posait pour principe que la Banque d'Angleterre ne pourrait émettre des billets au delà de la quotité garantie par la dette de l'Etat, que contre leur contre-valeur en or. Ce principe eut un résultat inattendu qui fut décisif dans l'orientation de l'activité de la Banque. En effet, celle-ci fut amenée, en l'appliquant, à ne presque plus s'occuper que d'opérations de dépôt, d'encaissement, de virement ; elle n'eut plus de circulation productive ; en 1913, son encaisse or dépassait de 50 o/o le montant de son émission ; ses opérations d'escompte devinrent insignifiantes en temps normal ; elles se réduisirent à l'escompte de traites n'ayant plus que quelques jours à courir. C'est pendant la grande crise de 1867 que cette orientation nouvelle de la Banque fut nettement accusée ; son Gouverneur dut reconnaître qu'un devoir exceptionnel lui incombait : constituer une réserve d'or suffisante pour pourvoir aux besoins de la circulation intérieure et aux règlements internationaux.

La Banque finit ainsi par avoir comme une de ses attributions essentielles la surveillance des changes. Pour remplir cette fonction elle utilisa une arme à la fois très souple et très puissante : son taux d'escompte. Elle élevait ce taux dès que les changes baissaient ou que les demandes d'or, qui lui étaient faites pour l'exportation, devenaient trop importantes. L'effet était immédiat : d'une part l'exportation des capitaux devenait une opération onéreuse et se restreignait d'elle-même ; d'autre part les capitaux disponibles à l'étranger se trouvaient attirés à Londres. Ce

double mouvement rétablissait le change en faveur de l'Angleterre. La Banque ne haussait d'ordinaire son taux d'escompte que très progressivement : $1/2$ 0/0 à la fois. Au besoin elle portait, d'étape en étape, son taux à 6 et 7 0/0. On l'a vu plusieurs fois le porter à 10 0/0 sous la pression d'événements excessivement graves, mais ce ne fut jamais que pour un court laps de temps. Quoiqu'il en soit, les taux de 6 et 7 0/0, déjà fort considérables, exerçaient sur les disponibilités du monde entier un appel des plus énergique, appel auquel, jusqu'en 1914, on avait toujours largement répondu.

Cependant à côté du taux de la Banque, il y a le taux courant du marché libre. Lorsque, par exemple, c'était dans un but d'intérêt général que la Banque élevait son taux, les Joint Stock Banks (1) pouvaient ne pas juger à propos de l'imiter. Dans ce cas les traites désertaient naturellement les guichets de la Banque pour se présenter à l'escompte aux Joint Stock Banks. Mais en fait cette situation était assez rare. Presque toujours les Joint Stock Banks suivaient l'exemple de la Banque : elles ne restaient que $1/2$ 0/0 en deça du taux officiel et ne s'aventuraient que très rarement à escompter à $1\ 1/2$ ou 2 0/0 au-dessous de ce taux. Au surplus, la Banque possédait un moyen de forcer les Joint Stock Banks à suivre son mouvement et dont elle usait d'une façon courante : par l'entremise d'un « broker » (2) elle se faisait accorder par les Joint Stock Banks des avances sur titres pour des sommes considérables. N'ayant aucun moyen de s'assurer que c'était la Banque

1. Les grands établissements de crédit dans le genre du Crédit Lyonnais, de la Société Générale, du Comptoir d'Escompte et du Crédit Industriel sont connus en Angleterre sous ce nom.

2. Courtier.

d'Angleterre qui, artificiellement, avait causé cette demande extraordinaire de capitaux, les Joint Stock Banks, devant la diminution de leurs disponibilités, se voyaient obligées d'élever le taux de leur escompte.

C'est ainsi que la hausse ou la baisse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre est normalement suivie d'assez près par le marché libre. Cette concordance dans les mouvements du taux officiel et de celui du marché libre renforce encore l'action de la Banque d'Angleterre sur le change.

* * *

L'organisation du marché d'or. — Au début du ^{xx}e siècle, la plupart des grands pays du monde avait adopté, sinon officiellement, du moins en fait, l'étalon d'or. Mais Londres est resté le seul marché important d'or du monde.

Plusieurs causes ont contribué à acquérir et à conserver à l'Angleterre cette situation : Les mines d'or de ses colonies. — Ses placements à l'étranger. — Le fret considérable qui lui est dû par l'étranger. — Enfin le fait que Londres était le seul marché libre d'or du monde.

L'influence des trois premières causes est assez apparente. Les colonies anglaises contribuent à elles seules aux deux tiers de la production mondiale d'or (1). L'Angle-

1. Production des années 1912 et 1913 en milliers de livres sterling.

	1912	1913
Production mondiale.	94.867	92.534
Production de l'Afrique Australe.	41.829	40.734
Production de l'Australasie.	11.327	10.607
Production du Canada.	2.512	3.243
Production des Indes.	3.408	3.383

terre, d'autre part, grande créancière de l'étranger par ses placements importants (1) et les services rendus par sa flotte commerciale (2) pouvait exiger le paiement en or de toutes ces dettes de l'étranger.

Au contraire le caractère de marché libre ayant été contesté à Londres, quelques développements nous paraissent nécessaires à ce sujet. On peut poser en principe que, sauf l'Angleterre, les grands pays financiers d'avant-guerre — la France, les Etats-Unis d'Amérique, l'Allemagne — n'avaient pas un marché libre d'or.

En effet la Banque de France a le droit de payer ses billets en écus de 5 francs ; elle n'usa de ce droit que très rarement ; mais le seul fait qu'il était possible d'être payé en argent ne permettait pas de considérer Paris comme un marché libre d'or.

Aux Etats-Unis on pouvait d'ordinaire se procurer des certificats d'or du Trésor, mais ce pays connaissait chaque année à l'automne une période difficile pendant laquelle les certificats d'or disparaissaient complètement et l'on ne trouvait plus que des certificats de Clearing House (3) non convertible en or.

1. L'Angleterre était la créancière de presque tous les pays du monde. Une partie importante de ses prêts est faite à très court délai. Elle pouvait donc, quand elle jugeait à propos, exiger le paiement de sommes considérables en or en se refusant à renouveler ses avances et en ne capitalisant pas, comme elle le faisait, 160 à 200 millions de livre sterlings de coupons étrangers et coloniaux,

2. L'Angleterre possédait la moitié de la flotte marchande du monde. En 1913 l'étranger lui a payé plus de 100 millions de livres sterling de frets.

3. Depuis la crise de 1861, aussitôt qu'une banque estime que ses disponibilités sont par trop bas, elle peut obtenir des certificats 6 o/o pour 75 o/o de la valeur des titres remis au Comité du Clearing House. Les banques peuvent payer les différences au Clearing avec ces certificats. Ce moyen constitue, en fait, une suspension de paiement en numéraire entre les banques.

Enfin en Allemagne des mesures avaient été prises pour rendre l'exportation de l'or très difficile.

Il nous reste à démontrer que l'Angleterre avait réellement un marché libre d'or.

Les exportateurs d'or s'adressaient d'abord à la Banque : celle-ci publiait périodiquement les prix des monnaies d'or des principaux pays ; mais elle ne pouvait pas faire face à une demande considérable d'or étranger sans être obligée de s'adresser à des banques étrangères (1).

Dans le cas où les monnaies étrangères étaient ou trop rares ou trop chères, l'exportateur avait le choix entre la livre sterling et le lingot. La Banque fournissait n'importe quelle quantité de souverains non plus au poids mais d'après leur valeur nominale ; l'exportateur subissait dans ce cas une perte du fait des pièces légères et du fait de la fonte et reffrappe dans le pays destinataire.

L'exportateur pouvait enfin expédier des lingots : il pouvait en trouver soit à la Banque, soit au Bullion Market. Si la Banque est obligée par la Bank Act à acheter tout l'or qu'on lui présente au prix de £ 3 17/9 l'once au 22/24, elle est libre de fixer son prix de vente. Elle publiait donc périodiquement le prix de vente de ses lingots, qui variait avec la situation des changes étrangers.

En dehors de la Banque d'Angleterre on pouvait trouver des lingots au « Bullion Market ». Ce marché consistait en quatre ou cinq maisons spécialisées dans le commerce des métaux précieux. Ces maisons étaient alimentées par les envois des mines de l'Afrique Australe et de l'Australie. Le courrier du Cap arrivait en Angleterre chaque samedi

1. En 1907, lors de la terrible crise financière de New-York, la Banque d'Angleterre acheta à la Banque de France 14 millions de dollars en or qu'elle expédia aux Etats-Unis.

et les ventes avaient lieu tous les lundis aux enchères publiques pour le compte des sociétés minières. Ces ventes dépassaient £ 1 million par semaine. Une petite partie de cet or était régulièrement achetée par les orfèvres et pour l'Inde. Le reste, s'il n'était pas enlevé par l'étranger à des prix atteignant jusqu'à £ 3 18/2 l'once au 22/24, était porté à la Banque d'Angleterre.

C'est le fait par le Bullion Market de céder son or jusqu'à £ 3 18/2 l'once et par la Banque de vendre quelquefois ses lingots bien au-dessus du prix de £ 3 17/9 auquel elle l'achetait qui a fait dire que l'on ne pouvait considérer Londres comme un marché libre, puisque, dans les cas de besoins pressants, une prime assez importante était exigée. Cette assertion est manifestement fausse car, quand on dit que Londres était le seul marché libre d'or on voulait dire par là que toute dette payable en Angleterre, l'était, soit en monnaies d'or anglaises, soit en billets de la Banque, convertibles immédiatement en monnaies d'or anglaises. Le lingot d'or est une marchandise dont le prix varie suivant l'offre et la demande; si l'exportateur d'or trouvait ce prix trop élevé, il n'avait qu'à prendre des souverains et à les envoyer à la fonte.

L'Angleterre étant le seul pays ayant un marché libre d'or, il y avait toujours exportation d'or quand le change lui était défavorable et très souvent il n'y avait pas d'importations d'or quand le change lui était favorable. Chose extraordinaire, on remarquait quelquefois des exportations importantes d'or même quand le change lui était largement favorable. Un phénomène aussi bizarre peut s'expliquer par les importations d'or faites, même à perte, par certains établissements financiers dans un but de publicité à la veille de la publication de leur bilan annuel ou

bisannuel. On a vu aussi des spéculateurs américains importer de l'or à perte pour appuyer leur campagne à la hausse, l'existence d'un stock d'or important, l'annonce seul de l'arrivée prochaine d'or augmentant la capacité d'achat du marché, influant vers la hausse. Enfin la politique d'or des Banques centrales russe et allemande renforçant leur stock d'or de 1910 à 1914 explique beaucoup de ces exportations mystérieuses.

On peut donc nettement affirmer que le marché d'or de Londres était un marché libre.

* * *

L'organisation du marché de l'escompte

Trois sortes d'établissements concouraient à l'escompte des traites dans Lombard Street : les banques (1), les maisons d'acceptation et les billbrokers.

Les traites créées à l'occasion du commerce intérieur étaient escomptées, en majeure partie, par les banques. Au contraire, l'escompte des traites étrangères se faisait avec le concours des maisons d'acceptation et des billbrokers.

Les Joint Stock Banks, ignorant très souvent les signataires étrangers des traites en circulation à Londres, auraient fait des difficultés pour les escompter. C'est pour cela que furent créées les maisons d'acceptation. Celles-ci, concurremment avec les succursales londoniennes des banques étrangères avalisent ces traites, contre paiement d'une commission, en y apposant leur acceptation. A la veille de la guerre on estimait à près de £ 350 millions le

1. La Banque d'Angleterre, les Joints Stock Banks et les banques privées.

montant des traites en circulation et portant la signature d'une quelconque des maisons d'acceptation anglaises. Les clients étrangers de celles-ci s'engageaient à constituer provision quarante-huit heures au moins avant l'échéance de leur traites, faute de quoi, étant donnée la médiocrité de leurs ressources propres, les maisons d'acceptation se seraient trouvées dans l'impossibilité de faire face à leurs obligations (1).

Les opérations des maisons d'acceptation ne constituaient donc nullement une avance de capital. Celle-ci était faite par les billbrockers et par les banques au moyen de l'escompte.

L'escompte des traites par les banques est nécessairement subordonné à leurs disponibilités. Une banque ayant des paiements importants à faire, le 1^{er} janvier prochain par exemple, se montrera prête à escompter jusqu'à concurrence de ses disponibilités, toutes les traites venant à échéance le 31 décembre au plus tard. Un escompteur éventuel se trouverait donc dans l'obligation de faire le tour des banques avant de trouver celle que la date d'échéance de sa traite intéresserait.

Au contraire, les billbrockers se montraient toujours prêts à escompter (2) toutes les traites qu'on leur apportait. Ils divisaient leur stock de traites en différentes catégories suivant leur qualité et la date de leur échéance. Se trouvant donc à même de fournir aux banques ce dont elles

1. Les maisons d'acceptation étaient si peu des institutions de crédit que le plus grand nombre d'entre elles n'avait pas de guichets pour payer les traites à leur échéance; cette opération se faisait presque toujours au moyen d'un chèque sur une banque. Cependant leur prestige était grand sur la place de Londres : presque tous les directeurs de la Banque d'Angleterre étaient choisis parmi les chefs des maisons d'acceptations.

2. Sous réserve de la valeur des signatures.

avaient besoin, ils étaient assurés de trouver le placement de toutes leurs traites, quel qu'en fût l'échéance.

Le billbroker était non seulement un escompteur mais un vendeur de traites. Il ne possédait pas les sommes considérables qui étaient nécessaires à son industrie. Les Joint Stocks Banks lui faisait donc des avances à très courts délais, une semaine, quelquefois vingt-quatre heures, mais le plus souvent pour un temps indéterminé, mais remboursable à première réquisition.

Le billbroker devait donc bien étudier le marché financier, savoir quelles banques rappelleraient leurs fonds, quelles autres seraient en mesure d'accorder de nouvelles avances. Il devait prévoir les mouvements du taux d'escompte de la Banque et pour cela ne jamais perdre de vue les entrées et sorties d'or, les mouvements de l'argent-métal au Bullion Market, les bilans de la Banque d'Angleterre et des principales Joint Stock Banks.

Les fonctions du billbroker étaient donc non seulement considérables mais fort délicates. Pour qu'il pût les remplir, il était nécessaire que le taux d'escompte ne fût pas trop élevé. Dans les moments de crise, de resserrement brusque de crédit, les Joint Stock Banks se faisaient un point d'honneur de ne jamais porter au réescompte à la Banque les traités qu'elles avaient en portefeuille, mais ayant besoin de renforcer leur situation, exigeaient des billbrokers le paiement immédiat des avances qu'elles leur avaient consenti et en même temps suspendaient tout achat de nouvelles traites. Cette action des Joint Stock Banks obligeaient les billbrokers à apporter à la Banque leurs meilleures traites (1). Cette opération était très sou-

1. La Banque d'Angleterre escompte les traites libellées en livres sterlings, portant deux signatures anglaises de personnes solvables

vent désastreuse pour les billbrokers, car les services de la Banque, surtout en temps de crise, sont fort onéreux.

Dans les quelques années qui ont précédé la guerre, le succès des billbrokers a été la cause de la fondation d'établissements connus sous le nom de maisons d'escompte. Celles-ci sont des sociétés anonymes. Elles font exactement les mêmes opérations que les billbrokers mais elles disposent d'un capital plus important et font appel à des dépôts qu'elles attirent par l'octroi d'un taux d'intérêt plus élevé que celui accordé par les Joint Stock Banks. Elles sont donc pour celles-ci des rivales qu'on ne peut dédaigner.

et ayant à courir un maximum de quatre mois. Ce n'est que très exceptionnellement et dans des cas très rares qu'elle a escompté des traites ayant six mois à courir.



PREMIÈRE PARTIE

Les six premiers mois de la guerre

Effets de la menace de guerre et de la déclaration de guerre sur le marché financier de Londres.

L'Angleterre était aussi peu préparée au point de vue financier qu'au point de vue militaire. Le marché financier de Londres fut profondément secoué dans la semaine qui précéda la déclaration de guerre. Il est à remarquer que le choc n'eut pas manqué d'être bien plus rude si la guerre italo-turque et les guerres balkaniques n'avaient enseigné la prudence à beaucoup de spéculateurs.

Nous étudierons, successivement, les effets de la menace de guerre et de la déclaration de guerre aux points de vue suivants :

- 1° *Le marché financier en août 1914 ;*
- 2° *Les changes erratiques de fin juillet-août ;*
- 3° *La crise des maisons d'acceptation ;*
- 4° *Les importations d'or ;*
- 5° *Le marché financier anglais pendant le dernier trimestre de 1914.*

Nous terminerons par quelques observations critiques sur la politique financière du Gouvernement anglais et sur l'action de la Banque et des Joint Stock Banks.

Le marché financier en août 1914. — Le 30 juillet 1914 il ne restait d'ouvert que les Bourses de Paris, de Londres et de New-York. Elles furent littéralement inondées par des ordres de ventes venant de tous les pays du monde. Le Stock Exchange est un marché international ; de nombreuses maisons y sont uniquement occupées à exécuter les ordres émanant de bourses étrangères. La complète désorganisation du marché des changes, pendant les derniers jours de juillet, empêchè les débiteurs étrangers de ces maisons de faire face à leurs obligations. D'ailleurs par suite du régime de moratorium déjà en vigueur dans la plupart des pays, aucune compensation n'était possible entre les créanciers et les débiteurs étrangers de ces maisons ; celles-ci se virent ainsi obligées de faire des remises considérables sans qu'aucune rentrée compensât de pareilles sorties.

La journée du 29 avait été très critique. Plusieurs maisons d'agents de change avaient déposé leur bilan. A son tour, la puissante maison « Messrs Derenburg et Co » dut suspendre ses paiements dans la matinée du 30 dans l'impossibilité où elle se trouvait de recouvrer ses créances sur l'Allemagne.

Le Comité du Stock Exchange siégea durant toute la journée du jeudi 30. Il se sépara le soir, après une longue et ardente discussion sans être arrivé à aucune décision, mais la majorité semblait pencher vers la fermeture. Le lendemain, le Comité se trouva réuni dès 9 heures. Le président lut une lettre de Lord Rotschild, qui disait avoir eu connaissance de la discussion de la veille et son espoir que le Comité se déciderait dans le sens de la fermeture. Puis le président donna lecture de la décision de plusieurs maisons importantes d'agents de change de déposer leur bilan

dans le courant de la journée comme conséquence de l'ajournement de la liquidation de la Bourse de Paris. Toute opposition cessa aussitôt, et à 10 heures le Stock Exchange était fermé.

Plusieurs causes contribuèrent à déterminer le Comité du Stock Exchange à en proclamer la fermeture. La clôture des Bourses continentales ; le moratorium proclamé à l'étranger ; la crainte de voir l'Allemagne profiter du marché de Londres pour liquider son portefeuille étranger ; et enfin la certitude de voir un grand nombre de personnes ruinées (1) si une action énergique n'était prise à temps.

Le public ne pouvant plus réaliser les titres en sa possession n'eut d'autres ressources pour avoir du numéraire que de s'adresser aux banques. Celles-ci commirent alors la faute de ne rembourser que 10 0/0 des dépôts en or, le reste l'étant en billets de la Banque d'Angleterre. Certaines même, cherchèrent à rembourser partie des dépôts en argent ! Le public ainsi gêné prit peur. On fit queue devant les guichets des banques. Partout on demanda le remboursement des dépôts. La nécessité d'une monnaie de valeur inférieure aux bank notes de cinq livres, et aussi peut-être la crainte d'une prime de l'or, firent que beaucoup se portèrent à la Banque d'Angleterre et échangèrent leurs billets contre des souverains. Pour arrêter la panique, la Banque versa au public des millions en or. Elle réescompta libéralement toutes les traites que les banques et les billbrokers lui présentèrent. Mais elle porta brus-

1. Dans une enquête menée par le Comité du Stock Exchange un mois après la fermeture, on trouva qu'une somme de £ 80 millions était due par les membres du Stock Exchange aux banques et aux particuliers et que les Joint Stock Banks avaient accordées à des particuliers pour £ 250 millions d'avances sur titres (*Parliamentary Debates* du 27 novembre 1914 : Discours de M. Lloyd George).

quement son taux de 3 à 4 o/o dans la journée du jeudi et de 4 à 8 o/o dans la journée du vendredi ! Rien ne fit ! Sa réserve de billets et d'or fondant à vue d'œil le Gouverneur écrivit la lettre suivante au Chancelier de l'Echiquier :

Bank of England E. C.
1^{er} août 1914.

« Monsieur,

« Nous pensons remplir notre devoir en portant à la
« connaissance du Gouvernement tous les faits se rappor-
« tant aux demandes extraordinaires de secours reçues par
« la Banque à la suite de l'état de menace de guerre exis-
« tant actuellement entre plusieurs des Grandes Puissances
« européennes.

« Nous avons prêté aux banques, aux billbrokers et
« aux commerçants de Londres durant ces cinq derniers
« jours plus de £ 27 millions en avances sur titres,
« escompte, etc. ; comme cette somme est la plus élevée
« que nous ayons jamais prêtée, nous pensons qu'elle sera
« suffisante pour faire face à tous les besoins ; cependant
« tout dépend de la portion de cette somme qui a été
« envoyée en province.

« A l'ouverture de nos guichets notre réserve était ce
« matin de £ 17.420.000. Un examen des plus optimistes
« nous fait prévoir que cet après-midi notre réserve ne sera
« plus que de £ 11 millions, en tenant compte de ce qui
« pourrait rester dans nos succursales.

« Jusqu'à présent nous avons fait droit à toute demande
« légitime de secours, mais étant donné l'amoindrissement
« de notre réserve nous nous trouverons sous peu dans la
« nécessité de réduire les facilités qui, étant données les
« circonstances, nous paraissent être essentiels au monde

« commercial de ce pays, à moins que vous nous autori-
« siez à émettre des billets contre des valeurs au delà de
« la limite fixée par la loi.

« Nous avons l'honneur d'être, Monsieur, vos dévoués
« serviteurs

« WALTER CUNLIFFE (*le Gouverneur*). »

« R.-L. NEWMANN (*le sous-Gouverneur*). »

Voici la réponse que le Gouvernement anglais fit immédiatement à cette demande de la Banque.

Treasury Chambers

Whitehall, S. W.

Le 1^{er} août 1914.

Messieurs,

Nous avons l'honneur de vous accuser réception de votre lettre de ce jour adressée au Chancelier de l'Echiquier, concernant les demandes extraordinaires de secours faites à la Banque d'Angleterre par suite de la menace de guerre entre plusieurs Grandes Puissances.

Etant données les circonstances, le Gouvernement de Sa Majesté conseille l'émission de billets contre des valeurs de premier ordre aussitôt que les besoins d'escomptes et d'avances sur titres du commerce légitime l'exigeront : le Gouvernement ne manquera pas de demander en pareil cas la sanction du Parlement. Aucun escompte ou avance faits dans ces conditions ne doivent être accordés à un taux inférieur à 10 o/o et le Gouvernement se réserve le droit, s'il le juge utile, de recommander l'application d'un taux encore plus élevé.

Les bénéfices de ces avances devront être versés au Tré-

sor Public, après déduction faite par la Banque de tout ce qui lui semblera nécessaire pour la dédommager des risques, dépenses et travail que ces opérations lui auront occasionnées.

Nous avons l'honneur d'être, Messieurs, vos serviteurs dévoués.

H.-H. ASQUITH (*Président du Conseil*)

D. LLOYD GEORGE (*Chancelier de l'Echiquier*).

Les bilans de la Banque d'Angleterre n'ont jamais montré qu'elle se soit prévalu de cette autorisation. Cependant le point était resté encore obscur quand le 9 novembre 1915, un membre des Communes, M. R. Guynne, demanda au Premier Ministre si l'autorisation donnée au 1^{er} août était annulée. M. Asquith déclara que le « Currency and Bank Notes Act. » du 6 août 1914 s'était substitué à l'autorisation du 1^{er} août ; que d'ailleurs jamais la Banque n'en avait profité (1).

Quoiqu'il en soit au reçu de cette lettre la Banque d'Angleterre porta son taux d'escompte à 10 o/o et l'on atteignit enfin l'heure de la fermeture des guichets.

Dans l'après-midi du samedi 1^{er} août les représentants du Ministère des Finances et ceux des banques se rencontrèrent pour chercher les mesures propres à atténuer et si possible arrêter la panique. Le temps ne manquait heureusement pas. Le lundi, 3 août étant un « bank holiday » tous les guichets restaient fermés jusqu'au mardi matin. Le

1. On a beaucoup parlé de la suspension de l'Act de 1844. La lettre du 1^{er} août autorisait une émission au delà des limites légales sans contre-partie en or ; mais tous les billets ainsi émis restaient remboursables à vue en or. Une émission indéfinie était ainsi rendue impossible, la proportion entre l'encaisse or et le total de l'émission devant rester très forte en des moments aussi troublés.

Trésor s'engagea à émettre des billets d'une livre ; pour en permettre l'émission le « bank holiday » fut prolongé jusqu'au vendredi matin. Tout extraordinaire que cela puisse paraître une mesure aussi exceptionnelle ne porta pas à son comble la panique qui venait de secouer la place de Londres. A l'ouverture des banques, le 7 août, l'effroyable effervescence du vendredi et du samedi semblait s'être calmée.

En attendant l'émission des billets d'une livre et pour faire face à la demande pressante de petites coupures le Gouvernement autorisa l'émission par l'Administration des Postes de mandats payables à vue et au porteur et émis sans aucune taxe. Du 5 au 20 août 13 millions de mandats d'une valeur totale de £ 4 3/5 millions furent émis. Dans la période correspondante de 1913 on constate seulement l'émission de 5 millions de mandats d'une valeur totale de £ 2 millions (1).

Malgré le délai assez considérable que le Gouvernement venait de s'octroyer pour la fabrication des billets d'une livre, il se trouva dans la nécessité de s'adresser à la Banque et de lui demander le 7 août une émission extraordinaire de billets (2).

Ce fut la Banque d'Angleterre qui fut chargée de la distribution des Currency Notes. Toutes les banques, qui le désiraient, pouvaient en obtenir jusqu'à un maximum de 20 o/o du montant total de leurs dépôts et comptes courants débiteurs. Cette opération constituait une avance du

1. *Mint Report of*, 1914 (publié en 1916).

2. Cette émission avait été autorisée par la « Currency and Bank Notes Act. » promulgué la veille. Elle atteignit un maximum de £ 3.043.000. Dès le 10 août ces billets avaient été rendus à la Banque et remplacés par des Currency Notes enfin imprimés en quantités suffisantes.

Trésor. Elle était gagée par un privilège frappant tout l'actif de la banque. Le taux d'intérêt applicable était le taux courant de la Banque d'Angleterre. Les banques avaient le droit de rembourser, sans aucun préavis, partie ou totalité de l'avance. Elles pouvaient réclamer plus tard au Trésor une nouvelle avance, tant que le total ne dépassait pas 20 o/o de leur passif. Dans le cas où les banques n'avaient pas besoin de numéraire, mais désiraient fortifier leur situation en augmentant leur actif liquide, elles pouvaient demander des certificats de Currency Notes au lieu de coupures d'une livre. Elles permettaient ainsi, en même temps que la réalisation d'une économie (1) sensible dans l'impression, une plus rapide distribution de fonds.

Telles furent les mesures prises par le Gouvernement et par la Banque pour faire face aux terribles difficultés qu'eurent à surmonter le Stock Exchange et les Joint Stock Banks dans les premiers jours du mois d'août 1914.

Les changes erratiques de fin juillet-août 1914.

— Ce qui caractérise surtout les sombres journées de fin juillet-août 1914 ce n'est pas tellement la fermeture du Stock Exchange que le bouleversement des changes internationaux.

1. Les dépenses d'impression et autres occasionnées par l'émission des Currency Notes du 1^{er} août au 31 mars 1915 furent de £ 62.754 1/3. Les billets d'une livre qui furent d'abord émis ne restèrent pas longtemps en circulation. Leur impression trop précipitée avait été défectueuse. Seules deux maisons se trouvaient en mesure d'entreprendre ce travail ; le Trésor leur donna les ordres d'imprimer le samedi 1^{er} août, à minuit. Le travail continua sans interruption durant toute la semaine suivante. La deuxième émission qui remplaça la première, commença le 23 octobre par les billets d'une livre et le 15 janvier 1915 par les billets de 10 shillings. Le coût d'impression des billets de cette seconde émission fut de 50 o/o moins élevé que de celui de la première émission.

Ce furent surtout le dollar (1) et les monnaies sud-américaines qui connurent la baisse la plus terrible. Seuls les francs français et suisses firent prime à Londres.

Voici à cet égard un tableau suggestif :

	New-York	Paris	Amst.	Stockh.	Suisse	Buenos - Ayres
Pair.....	4.867	25.22 1/2	12 07	18.159	25.22 1/2	48 1/4
Maximum le 1 ^{er} août 1914.....	7	23.50	11.90 à 12.60	18.50	nominal	nom.
31 juillet, largement nominal.....	4 93	25	12.15	18.30	»	»
Août 27.....	5.06	25.15	nom.	nom.	»	»
Septembre 3.....	5	nom.	»	»	»	»
Septembre 10.....	4.95	»	12.25	18.50	24.50	49 9/16

D'une façon générale les mouvements considérables enregistrés dans les premiers jours d'août doivent être attribués à la soudaineté avec laquelle l'Angleterre exigea le remboursement de ses créances. Ces créances atteignaient un chiffre énorme. A elle seule la place de New-York devait à Londres une somme d'à peu près £ 90 millions (2) exigibles immédiatement ou après un très court préavis.

Par quels moyens les débiteurs étrangers de Londres pouvaient-ils essayer de s'acquitter de dettes aussi considérables ? En envoyant des marchandises, de l'or, des valeurs internationales ou encore par l'escompte de nouvelles traites.

Mais au début des hostilités les corsaires allemands ren-

1. Le seul pays important qui en août 1914 ne proclama pas de Moratorium fut les Etats-Unis d'Amérique. Tous les pays cherchèrent à employer leurs disponibilités à New-York pour payer Londres. C'est là la cause principale de la baisse exceptionnelle du dollar.

2. Déclaration du ministre des Finances américain.

daient les expéditions par mer très hasardeuses. Elles étaient d'ailleurs trop lentes. Les taux d'assurance devenus considérables les rendaient plus difficiles encore. Pour les mêmes causes les expéditions d'or étaient devenues impraticables. D'ailleurs il eût été bien difficile de trouver immédiatement de formidables quantités d'or en une pareille crise. La clôture des bourses continentales et du Stock Exchange ne permettait plus de recourir à la réalisation des portefeuilles de valeurs mobilières. Enfin ce n'était pas au moment même où toutes les banques anglaises exigeaient la rentrée de toutes leurs avances qu'on pouvait espérer obtenir une prolongation des échéances par la création de nouvelles traites. Il faut ajouter à ces causes la crise financière interne dont souffraient tous les pays et les moratoria qui en furent les conséquences : le Brésil suspendit ses paiements et les offices de Conversion du Brésil et de l'Argentine décidèrent de refuser les paiements en or.

Les débiteurs étrangers de Londres, même largement solvables, se trouvèrent donc momentanément dans l'impossibilité de tenir leurs engagements.

Voilà comment s'explique la hausse prodigieuse de la livre sur presque tous les marchés du monde.

La crise des maisons d'acceptation. — Les établissements financiers qui, en Angleterre, furent le plus touchés par le bouleversement des changes et les moratoria étrangers, sont les maisons d'acceptation.

Brusquement tous leurs clients étrangers cessèrent de leur faire des remises. Les maisons d'acceptation se trouvèrent pour la plupart dans l'impossibilité d'honorer leur signature. Craignant que s'il les abandonnait, leur banqueroute n'entraînât de proche en proche la chute des maisons

d'escompte et n'ébranlât toute la structure du marché, le Gouvernement anglais décida de venir à leur secours.

Il y avait trois problèmes à résoudre. D'abord il fallait mettre d'une manière quelconque les maisons d'acceptation en mesure de payer les traites qui journellement arrivaient à échéance. Puis il fallait rendre possible le réescompte des traites ayant encore un, deux ou trois mois à courir ; en effet voyant l'incapacité actuelle des maisons d'acceptation, on doutait de leur solvabilité future. Et enfin il fallait que la confiance dans les maisons d'acceptation redevînt suffisamment grande pour leur permettre d'accepter de nouvelles traites qui seraient facilement escomptable dans les banques et chez les billbrokers.

Voici de quelle manière le Gouvernement anglais chercha à obtenir ces résultats.

Et d'abord par la Proclamation Royale (1) du 2 août 1914 l'échéance de toutes lettres de change acceptées avant le 4 août fut prorogée d'un mois à partir de la date d'échéance primitive, pourvu qu'elles fussent réacceptées « pour la
« somme originale augmentée du montant des intérêts calculés sur la dite somme... au taux d'escompte appliqué
« par la Banque d'Angleterre le jour de la réacceptation de
« l'effet (2). »

Mais ceci ne fit que différer la difficulté et que la modifier en partie. Les Joint Stock Banks et les maisons d'es-

1. Cette proclamation a été approuvée par la loi du 3 août 1914 qui en outre donna à l'Exécutif le pouvoir d'en étendre le champ d'application aussitôt que le besoin s'en ferait sentir.

2. Formule de réacceptation :

Réaccepté en vertu de la Proclamation du 2 août pour £...

(somme principale augmentée des intérêts).

date :

signature :

compte virent immobiliser entre leurs mains la partie de leur actif qu'elles croyaient le plus liquide. La solvabilité des maisons d'escompte fut mise en danger car la presque totalité de leur actif se trouvait sous la forme de traites escomptées (1). Toutes les principales maisons d'acceptation se prévalurent du moratorium sans se demander si leur encaisses ne leur permettaient pas de payer au moins une partie des traites acceptées par elles.

Par le moratorium général du 6 août le Gouvernement sauva les maisons d'escompte et les billbrokers.

Ayant ainsi résolu tant bien que mal le premier problème, le Trésor aborda le second.

Pour rendre à nouveau négociable les traités ayant un, deux ou trois mois encore à courir le Gouvernement annonça le 5 septembre que la Banque d'Angleterre, agissant en qualité d'agent du Trésor, était prête à avancer aux maisons d'acceptation les sommes nécessaires pour le paiement des traites n'entrant pas dans le cadre de la Proclamation du 2 août. Ces avances furent faites aux conditions suivantes :

1° Toute demande d'avance à la Banque doit être faite au moins huit jours avant l'échéance ;

2° La Banque d'Angleterre après paiement de la traite la gardera jusqu'au jour où elle sera remboursée ;

3° La Banque appliquera à ces avances un taux d'intérêt de 2 o/o plus élevé que son taux d'escompte ;

4° La Banque n'exigera son remboursement qu'un an après la

1. Les trois sociétés anonymes d'escompte, qu'il faut distinguer des maisons privées d'escompte qui ne publient aucun bilan, avaient le 30 juin 1914, escompté £ 58.200.000 de traites, dont elles avaient réescompté £ 14.400.000. Leurs capitaux et réserves atteignaient £ 3.600.000.

fin des hostilités. Toutes les nouvelles opérations effectuées par les maisons d'acceptation jusqu'à cette date viendront avant la créance de la Banque.

Enfin le Gouvernement anglais avait déjà cherché à solutionner le troisième problème : la réhabilitation du marché de l'escompte. Par les Règlements du 12 août et du 4 septembre il avait autorisé la Banque à escompter les traites détenues par les Joint Stock Banks et les billbrokers (1). Ce faisant il leur donnait les ressources nécessaires pour reprendre leurs opérations. D'autre part, comme nous l'avons déjà vu, dans son Règlement du 5 septembre le Gouvernement ne s'était réservé aucun rang privilégié sur l'actif des maisons d'acceptation ; au contraire sa créance ne prenait rang qu'un an après la fin des hostilités.

Ayant d'une part donné des ressources liquides aux banques et aux billbrokers et d'autre part fait tout son possible pour rendre aux maisons d'acceptation leur crédit d'avant-guerre, le Gouvernement était en droit d'espérer voir le marché de l'escompte reprendre immédiatement son ancienne activité.

Mais il n'y eut rien de pareil jusqu'à la fin de 1914. Les banques et les billbrokers se prévalurent de l'autorisation de réescompter des traites étrangères à la Banque d'Angleterre pour des sommes énormes (2), mais les fonds

1. La Banque accepta ainsi à l'escompte toutes les bonnes traites courantes et celles portant la signature des maisons d'acceptation étrangères et coloniales, traites qu'il n'était pas dans son habitude d'escompter.

2. Le 27 novembre la Banque d'Angleterre avait escompté pour £ 120 millions de traites. A cette date £ 12 1/2 millions n'étaient pas encore arrivés à l'échéance et £ 50 millions émanant de maisons russes et allemandes avaient été mis de côté en attendant la fin de la guerre.

ainsi mis à leur disposition ne furent pas beaucoup employés pour l'escompte de nouvelles traites. Quant aux maisons d'acceptation, plus sérieusement touchées qu'on ne l'avait cru tout d'abord, elles ne concoururent que très médiocrement à la création de nouvelles traites.

Les importations d'or. — Durant la semaine qui précéda le 1^{er} août 1914, toutes les Bourses des divers Etats de l'Europe liquidèrent à perte des valeurs internationales sur le marché de Londres. Le produit de ces ventes fut exigé en or. Deux millions et demi quittèrent ainsi l'Angleterre.

La crainte universellement exprimée à Londres avant la guerre, de voir l'Allemagne profiter des derniers jours de paix pour renforcer son stock de métal précieux au détriment de l'Angleterre, ne se réalisa pas. Un maximum de £ 275.000 fut tout ce qu'obtint l'Allemagne.

Dès le 1^{er} août le courant était renversé (1). Des sommes très importantes d'or furent envoyées à Londres. Les colonies anglaises et les Etats-Unis en fournirent la majeure partie.

Les commerçants américains firent des expéditions d'or considérables (2); par contre les banques se montrèrent d'abord peu pressées à exporter de l'or. Cependant à la fin

1. Peut-être la fermeture du Stock-Exchange contribua-t-elle à précipiter ce revirement.

2. Le 28 juillet 1914 le transatlantique allemand *Kronprinzessin Cecillie* quitta le port de New-York ayant à bord plus de cinquante millions de francs d'or pour Londres et Paris. Cet important chargement fut cause du nom de « gold ship », le « bateau d'or », donné alors à ce navire. On craignit beaucoup que le *Gold ship* ne cherchât à aller directement à Bremerhaven et que des complications relatives à l'or n'en fussent occasionnées. Mais le 5 août la *Kronprinzessin Cecillie* entra dans Bar Harbour (Etat du Maine) pour éviter la capture.

de septembre elles durent se résigner à en faire à raison d'une dette considérable que la Ville de New-York avait contractée vis-à-vis de l'Angleterre.

En effet, celle-ci, au début de 1914 désirant lancer un emprunt à Londres (1), où elle avait obtenu des conditions plus favorables qu'à Wall Street, avait vendu des bons or pour un montant de \$ 80.243.940.

Les échéances de ces bons s'échelonnaient de septembre à décembre 1914. Normalement ils auraient été progressivement échangés contre les titres définitifs.

A la déclaration de guerre il devint évident que Londres exigerait leur remboursement en or.

Pour maintenir le crédit de la Ville, les banquiers de New-York se déclarèrent responsables du paiement de ces bons. L'effet de cette décision fut immédiat sur le cours du dollar à Londres ; devant la perspective de demandes considérables de la part de New-York les cours bondirent le 27 août de \$ 4.95 à \$ 5.06. Le gold point de sortie pour Ottawa (2) étant de \$ 4.91, les exportateurs d'or firent des

1. Une partie de l'emprunt devant être lancée à Paris, une certaine quantité des bons provisoires y avait été émise.

2. Devant la menace des corsaires allemands la Banque d'Angleterre eut recours à la création de succursales à Ottawa, à Pretoria et à Sidney pour éviter les expéditions d'or.

Voici dans quelles conditions fonctionna la succursale d'Ottawa.

Les envois devaient être faits en barillets ou en boîtes adressés au Ministre des Finances canadien.

La lettre de voiture devait spécifier que l'expédition était destinée à la Banque d'Angleterre.

Les transactions n'étaient admises que pour une somme minima de \$ 20.000.

La Banque d'Angleterre inscrivait à Londres au crédit de l'expéditeur £ 3 17/6 par once pour l'or en barre au 22/24, £ 3 16/0 1/2 par once pour les Aigles et à leur valeur nominale moins 3 pence par once (c'est-à-dire 3 1/4 0/00) pour les souverains et demis souverains pesant respectivement un minimum de 122 1/2 et 61 1/8 grains.

bénéfices assez considérables. Les bons de la Ville de New-York furent remboursés de la manière suivante :

Or pour Ottawa	\$ 35.264.637
Achats de livres sterlings et de francs .	\$ 10.121.563
Chèques sur les banques new-yorkaises.	\$ 34.857.740
	<u>\$ 80.243.940</u>

Ces opérations furent facilitées grâce au fonctionnement du « Gold Pool » (1).

En définitif Ottawa reçut des Etats-Unis pendant les cinq premiers mois de la guerre \$ 85 millions d'or, dont \$ 40 des commerçants et industriels américains, \$ 35 pour le compte de la Ville de New-York et \$ 10 des fonds du Gold Pool.

D'ailleurs, voici un tableau complet des mouvements d'entrée et de sortie de l'or en Angleterre du 25 juillet au 4 septembre 1914. Quand l'excédent hebdomadaire des exportations ou des importations ne coïncide pas avec la diminution ou l'augmentation du stock d'or de la Banque d'Angleterre, c'est que celle-ci a satisfait à une demande interne ou que le public lui a apporté de l'or contre ses billets.

1. En septembre il s'était formé aux Etats-Unis un Syndicat de banquiers qui souscrivirent \$ 100 millions en or, destinés à soutenir le cours du dollar.

\$ 10.056.307 d'or seulement furent envoyés à Ottawa par le Gold Pool.

IMPORTATIONS (en milliers de livres). EXPORTATIONS

Pour la semaine finissant le 31 juillet

Des colonies.....	449	Le 27 juillet :	
Du Brésil.....	174	Pour la Belgique.....	50
De l'Argentine.....	75	Le 28 juillet :	
De Montevideo.....	126	Pour la France.....	22
	<u>824</u>	Le 29 juillet :	
		Pour l'Egypte.....	465
		Pour la France.....	380
		Pour le Continent (1) ..	275
		Pour la Belgique.....	41
Excédents des Exporta-		Le 30 juillet :	
tions.....	1.690	Pour la France.....	971
	<u>£ 2.514</u>	Pour l'Egypte.....	100
		Pour Gibraltar.....	150
		Pour la Suisse.....	60
			<u>£ 2.514</u>

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque diminua de
£ 2.032.797.

Pour la semaine finissant le 7 août

Le 1 ^{er} août :		Le 1 ^{er} août :	
Des colonies.....	930	Pour la France.....	16
Les 3, 4, 5 et 6 août :		Pour Gibraltar.....	100
Bank Holiday.....		Le 7 août :	
Le 7 août :		Pour la France.....	230
Des E. U. A.....	2.155		<u>346</u>
De l'Argentine.....	90	Excédents des importa-	
Du Brésil.....	<u>447</u>	tions.....	3.276
	<u>£ 3.622</u>		<u>£ 3.622</u>

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque diminua de
£ 10.509.475.

Pour la semaine finissant le 14 août

Lingots des Colonies....	1.728	Pour Singapour.....	25
De l'Argentine.....	345		
Des E. U. A.....	3.464	Excédents des Importa-	
De l'Uruguay.....	55	tions.....	5.613
Du Brésil.....	<u>46</u>		<u>£ 5.638</u>
	<u>£ 5.638</u>		

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque augmenta de
£ 5.392.560.

1. Pour la plus grande partie l'Allemagne.

G. Papazian

IMPORTATIONS (en milliers de livres). EXPORTATIONS

Pour la semaine finissant le 21 août

Des Colonies.....	1.926	Pour Malte.....	25
Des E. U. A.....	1.271	Excédents des Importa-	
De l'Argentine.....	100	tions.....	3.342
Du Brésil.....	70		£ 3.367
	£ 3.367		

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque augmenta de
£ 4.945.220.

Pour la semaine finissant le 28 août

Des Colonies.....	2.635	Pour Singapour.....	12,5
Des E. U. A.....	957	Pour Gibraltar.....	23
Du Brésil.....	90	Excédents des Importa-	
De l'Uruguay.....	50	tions.....	3.796,5
De l'Argentine.....	100		£ 3.832
	£ 3.832		

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque augmenta de
£ 5.513.563.

Pour la semaine finissant le 4 septembre

Des Colonies.....	725	Aucune Exportation	
Des E. U. A.....	481		
	1.206		

Pendant cette semaine le stock d'or de la Banque augmenta de
£ 4.299.300.

Le marché financier anglais dans le dernier trimestre de 1914. — Dans cette période se placent trois événements qu'il paraît intéressant de signaler. Le premier grand emprunt de guerre, la réouverture du Stock Exchange et la fin des moratoria.

L'emprunt fut lancé en novembre. Il fut émis à 95, portant intérêt à 3 1/2 o/o. La grande innovation fut la promesse faite par la Banque d'Angleterre d'avancer sur ces titres, pendant trois ans, jusqu'à la totalité de la valeur d'émission à 1 o/o au-dessous de son taux d'escompte.

La réouverture du Stock Exchange eut lieu le 4 janvier 1915. Le Trésor imposa des conditions draconiennes quant aux heures d'ouverture et aux prix minima de vente

de certaines catégories de valeurs. Pour empêcher les opérations pour le compte de l'ennemi, les vendeurs éventuels durent faire la preuve de l'existence en Angleterre avant le 30 septembre 1914 des titres qu'ils offraient.

Enfin en novembre on vit la fin des moratoria.

C'est ainsi que, petit à petit, une situation plus normale fut établie sur la place de Londres.

Critique de la politique financière du Gouvernement anglais et de l'action des Joint Stock Banks.

— Malgré que le marché financier de Londres est sorti presque indemne de la tourmente déchaînée par la déclaration de guerre, on ne peut s'empêcher de reconnaître que l'action des principales banques londoniennes et quelquefois du Trésor fut empreinte d'un esprit de panique occasionné par la nécessité de donner une solution immédiate à une foule de problèmes angoissants.

La plupart de ces questions auraient pu, auraient dû être prévues d'avance ; quelques-unes des improvisations furent malheureuses. Nous les passerons rapidement en revue.

La première faute à signaler est le rappel brusque et précipité de tous les capitaux prêtés à l'étranger. L'Angleterre n'aurait dû exiger que peu d'or. Sachant qu'elle aurait besoin plus tard de marchandises, elle aurait dû accorder le renouvellement de la plupart des traites. Elle ne se serait pas ainsi trouvée en face d'un nombre considérable de débiteurs défaillants.

Pendant cette période trouble, les Joint Stock Banks ne firent preuve d'aucun esprit de solidarité, elles firent abstraction de tout ce qui n'était pas leur sécurité immédiate.

Leur attitude fut un des facteurs décisifs de la fermeture du Stock Exchange et de la hausse vertigineuse du taux de la Banque d'Angleterre qui en deux jours passa de 3 à

8 o/o. Les Joint Stock Banks avaient fait pour £ 250 millions d'avances sur titres. Elles exigèrent de nouvelles couvertures ou le remboursement d'une partie de leurs avances dès le 25 juillet, quand la plupart des valeurs perdaient plusieurs points à chaque séance. Leur affolement et leur refus de calculer la valeur des titres qu'elles détenaient en gage au cours moyen de l'avant-dernière semaine de juillet 1914 faisaient prévoir la vente en masse des titres qu'elles détenaient. Sans cette menace, il se peut que le Comité du Stock Exchange se fût contenté d'une action moins énergique que la fermeture. Il aurait suffi, en effet, de n'autoriser que les opérations au comptant. Mais les mesures extrêmes étaient agréables à beaucoup, car on espérait ainsi s'être créé le droit de demander des secours, des indemnités au Trésor.

Les Joint Stock Banks ne se contentèrent pas de rendre indispensable la fermeture du Stock Exchange. Leur action désordonnée et irréfléchie obligea la Banque d'Angleterre à élever prodigieusement son taux d'escompte. Elles rappelèrent la totalité des prêts à court terme qu'elles avaient fait au marché de l'escompte, obligeant ainsi les billbrokers à porter à la Banque leurs meilleures traites. Contrairement à leur habitude elles portèrent leur propre portefeuille à la Banque et lui demandèrent le paiement en or de leurs dépôts. L'action des Joint Stock Banks n'aurait pu se justifier que dans un seul cas : le désir de rembourser tous leurs créanciers. Mais cela était impossible. La réserve de la Banque d'Angleterre était de £ 27 millions. Les Joint Stock Banks avaient neuf mille succursales. Même si elles étaient parvenues à retirer la totalité de la Réserve, c'est la misérable somme de £ 3.000 qu'elle auraient pu donner à chacune de leurs succursales. D'ail-

leurs il n'y eut pas une demande importante de remboursement de dépôts. Les Caisses d'Epargne qui restèrent ouvertes pendant les trois jours supplémentaires de Bank Holiday n'eurent pas à faire face à des retraits sérieux.

En tout cas cette action des Joint Stock Banks força le Gouverneur de la Banque à écrire sa lettre du 1^{er} août au Chancelier de l'Echiquier. Le Trésor imposa alors le taux de 10 o/o. En principe il est de bonne politique qu'en cas de crise la Banque Centrale hausse son taux d'escompte. Ce faisant, elle empêche l'exportation d'or et détermine une importation de capitaux étrangers. Mais un taux moyen d'escompte aide puissamment à rétablir la confiance. En fin juillet 1914 le marché financier de Londres avait plus besoin de confiance et de calme que de l'or et des capitaux étrangers. L'afflux seul des capitaux anglais qui se trouvaient à l'étranger était tellement considérable que tout le mécanisme des changes étrangers en était détraqué. Le taux de 10 o/o jetta le désespoir parmi les maisons d'acceptation et les billbrokers, et le public en fut sérieusement ému.

Cependant la Banque d'Angleterre s'aperçut de l'erreur commise. Le 7 août, à la réouverture de ses guichets, le taux d'escompte était de 6 o/o. Le lendemain il était baissé à 5 o/o. Comme entre temps la situation s'était compliquée d'un moratorium, ce dernier taux était trop bas. L'intérêt payable sur certaines dettes moratoriées était le même que le nouveau taux d'escompte de la Banque. Beaucoup de personnes ayant le moyen de payer leurs dettes trouvèrent plus avantageux de se prévaloir du moratorium.

Si l'action des Joint Stock Banks ne peut qu'être entièrement désapprouvée, celle du Trésor ne fut pas exempte de fautes dont la plupart auraient pu être évitées avec un peu plus de prévoyance.

Avant la guerre, plusieurs financiers éminents avaient déclaré à maintes reprises et avec beaucoup de force, que le Trésor ou la Banque devait avoir en réserve des coupures d'une valeur de demie, d'une et de deux livres pour qu'en cas de crise les billets de la Banque pussent être échangés, sans nécessiter de l'or. On avait négligé ces sages conseils. Il fallut avoir recours aux trois jours supplémentaires de Bank Holiday pour se donner le temps d'imprimer les premiers Currency Nòtes. Cette prolongation extraordinaire du Bank Holiday venant après la fermeture du Stock Exchange et la hausse à 10 o/o du taux de la Banque aurait pu sérieusement aggraver la panique. Heureusement que si ses dirigeants firent preuve d'une nervosité malade, le peuple anglais, tout entier, montra un calme et une confiance dignes de tous les éloges.

La Banque d'Angleterre est peut-être le seul établissement financier anglais qui dans les derniers jours de juillet 1914 ne perdit pas la tête. Cependant on peut relever à son actif plusieurs fautes graves. A les examiner de plus près on s'aperçoit qu'elles ont été toutes faites sous la pression ou sur les désirs du Trésor.

Les modalités de l'aide qu'elle accorda aux maisons d'acceptation et aux billbrokers, ainsi que celles de sa promesse de faire des avances sur les titres du premier emprunt ne peuvent qu'être regrettées. Nous ne rappelons que pour mémoire la hausse à 10 o/o de son taux d'escompte.

Comme nous l'avons déjà vu, pour rendre négociable toutes les traites immobilisées entre les mains des Joint Stock Banks, des billbrokers et des maisons d'escompte, la Banque se déclara prête à les réescompter. Elle ne dit pas à quelles catégories de traites s'appliquaient ces nou-

velles facilités. Par une note affichée le 29 septembre elle semble vouloir pousser les porteurs de traites à les réescompter (1). La négligence du Trésor et de la Banque avait certainement rendu difficile la distinction entre les traites qui seraient admises au réescompte et celles qui ne le seraient pas. Mais même en reconnaissant cette faute (2) de la Banque, on ne peut s'empêcher de taxer les réescompteurs de légèreté. La plupart des traites peuvent se classer dans un certain nombre de catégories. En présentant au réescompte des échantillons de chacune, on aurait indirectement déterminé celles approuvées par la Banque.

D'ailleurs en cette occasion, comme en tant d'autres, il est difficile de s'expliquer l'action des grandes Joint Stock Banks. Suivant une longue tradition elles ne réescomptaient jamais les traites qu'elles avaient achetées. Il était donc extraordinaire de les voir réescompter des traites portant intérêt à 5 o/o jouissant d'une garantie gouvernementale, et employer partie du produit à l'achat de traites ne rapportant que 3 1/2 o/o tout en n'ayant aucune garantie spéciale. Nous n'aurions même pas signalé ce fait si

1. Voici la note en question : « In order to avoid possible disappointment, those who wish to avail themselves of the arrangement for discounting pre-moratorium bills at the Bank of England are invited to send in their application without delay. It is not found possible to undertake to discount bills having less than three clear days to run ». Le point après le mot « delay » semble établir que les mots « possible disappointment » ne se rapportent pas seulement aux « bills having less than three clear days to run ».

2. Jusqu'en 1919 certains prétendaient que la Banque d'Angleterre n'avait agi de la sorte que dans le but d'augmenter ses bénéfices. Un pareil soupçon n'est plus possible depuis que son Gouverneur a déclaré que la Banque d'Angleterre ne pouvait admettre qu'une calamité publique pût l'enrichir et que par suite elle abandonnait la totalité de ses bénéfices exceptionnels de guerre au Trésor britannique.

nous ne nous étions trouvés qu'en face d'une faute lésant les intérêts privés des Joint Stock Banks. Mais un examen tant soit peu attentif des bilans de la Banque d'Angleterre met en relief l'importance de ces faits au point de vue de l'intérêt général.

Voici dans onze bilans successifs les chiffres atteints par les « Other Deposits » et les « Other securities ».

	Other Deposits (1)	Other Securities
Le 22 juillet 1914	42.285.297	33.732.762
— 29 —	54.418.908	47.307.530
— 7 août	56.749.610	65.351.656
— 12 —	83.326.113	70.786.596
— 19 —	108.094.287	94.726.086
— 26 —	123.892.659	109.904.670
— 2 septembre	133.818.826	121.820.692
— 9 —	130.704.462	116.922.759
— 16 —	135.042.071	113.792.525
— 23 —	125.267.316	110.732.658
— 30 —	137.287.173	116.819.799

Ce grossissement brusque des « Other Deposits » a eu une influence détestable sur l'effectivité du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. Aussitôt que les banques et les maisons d'escompte furent en possession de grosses sommes liquides sans en avoir l'emploi, le taux de la Banque perdit toute sa signification ordinaire. A partir de septembre 1914, il n'exista plus de contrôle central sur le marché libre. Ce fut là le début de l'inflation. En octobre le taux courant du marché libre tomba au-dessous de 2 o/o.

C'est pour mettre fin à cette dangereuse abondance de

1. Cependant il ne faut pas oublier que les « Other Deposits » ont été influencés par les importations d'or et par l'émission des Currency Notes.

capitaux et en même temps pour obtenir des ressources à un taux extraordinairement bon marché que le Trésor lança le premier grand emprunt en novembre 1914. Il semble que tout ait été fait pour que cet emprunt ne réussisse pas et pour établir solidement l'inflationisme sur le marché de Londres.

L'emprunt fut émis juste au moment où le Stock Exchange se débattait dans le règlement pénible qui précéda sa réouverture.

La Presse, dans son zèle inconsidéré, annonça que l'emprunt était plusieurs fois couvert. Beaucoup de petits souscripteurs, en vue de la répartition, multiplièrent par deux ou par trois, la somme qu'ils pouvaient vraiment souscrire. Le chiffre de l'emprunt ne fut que légèrement dépassé. Seules les plus grosses souscriptions furent réduites. Ceux qui avaient souscrit au delà de leur force se virent obligés de vendre leurs titres aussitôt la clôture de l'emprunt. On enregistra une baisse de près d'un point au Stock Exchange.

Enfin la Banque d'Angleterre promit d'avancer sur les titres de cet emprunt, jusqu'à la limite du prix d'émission, à 1 0/0 au-dessous de son taux d'escompte. Elle créa ainsi pour le marché libre d'escompte un moyen presque inépuisable d'employer, sans risques aucuns, ses disponibilités. Le taux applicable aux traites en fut indirectement aggravé. Au surplus on aurait dû penser que cette dangereuse innovation rendait probable la mise en vente des nouveaux titres par le marché libre chaque fois que le taux officiel serait supérieur à 5 0/0, c'est-à-dire chaque fois que la Banque exigerait, pour ses avances, plus de 4 0/0. Il aurait fallu craindre que la menace d'un pareil résultat, ne constituât dans l'avenir un empêchement à la

hausse du taux de la Banque immédiatement après que la situation générale l'exigerait.

Il n'est pas de bonne politique financière que le crédit apparent du Gouvernement soit, par trop intimement lié au taux d'escompte de la Banque Centrale.

Du 25 juillet au 31 décembre 1914, on peut donc relever de graves fautes à l'actif tant des Joint Stock Banks que du Trésor. Certaines engageaient l'avenir et nous verrons leur influence s'étendre et se multiplier au cours de cinquante-deux mois de guerre.

DEUXIÈME PARTIE

(1915-1919)

CHAPITRE PREMIER

LE CHANGE ANGLAIS PENDANT LA GUERRE

La hausse prodigieuse de la livre sterling des derniers jours de juillet 1914, ne dura pas très longtemps.

Au début de 1915, les principales devises neutres sont au pair ou très près du pair. Durant cette si longue et si coûteuse guerre l'Angleterre a dû se procurer, pour elle et pour ses alliés, pour des milliards de marchandises chez les neutres. Ce fut surtout aux Etats-Unis que les Alliés firent la plus grande partie de leurs achats. Ce fut donc surtout à maintenir le change sur New-York que tendirent tous les efforts du Trésor britannique et de la Banque d'Angleterre. Grâce à l'arbitrage les autres changes neutres furent influencés de la bonne tenue de la livre sterling à New-York.

Nous nous occuperons donc surtout des cours du change de la livre aux Etats-Unis et seulement incidemment des deux autres changes neutres ayant une certaine importance pour l'Angleterre : le hollandais et le scandinave.

On a donné différentes explications des raisons de la

baisse de la livre sur les places neutres. La vieille théorie de l'offre et de la demande nous a paru s'appliquer sans réserve en cette matière et nous ne pouvons que souscrire entièrement à cette explication donnée par M. Rambaud dans l'*Economiste Français* du 2 septembre 1916. La dépréciation des changes s'explique par : « l'effet « purement mécanique des difficultés de compensation « matérielle à effectuer entre les pays considérés pour le « règlement et les paiements des échanges ou des dettes à « solder. »

Nous étudierons donc successivement dans le présent chapitre.

Le fardeau financier de l'Angleterre.

Les mouvements du change anglais.

Les différentes raisons données pour expliquer la baisse de la livre.

Le fardeau financier de l'Angleterre. — Pour pouvoir s'expliquer l'influence de la guerre sur le change il est indispensable de se rendre compte de l'effort financier qu'a déployé l'Angleterre. On ne peut en mesurer l'intensité qu'en examinant les chiffres des dépenses de guerre de l'Angleterre et de ses achats chez les neutres.

Il n'y a pas eu en Angleterre de budget de guerre proprement dit. Tous les crédits étaient accordés au Trésor au moyen de « Votes of Credit » (1). Cependant, le Président du Conseil ou le Chancelier de l'Echiquier ont toujours présenté au Parlement, à l'occasion de chaque

1. Le vote of Credit a été défini de la façon suivante à la tribune de la Chambre des Communes le 14 février 1880 : « La Chambre des Communes se dessaisit provisoirement de son pouvoir de contrôle et vote une somme que le Trésor pourra dépenser de la manière qui lui paraîtra le plus propre à solutionner la difficulté. »

demande (1) d'un Vote of Credit, un exposé de l'ensemble des dépenses occasionnées par la guerre et des prévisions pour les quelques mois à venir. Le montant des avances aux Alliés et aux Colonies fut toujours donné, de façon à permettre le calcul de la part qui d'une façon définitive restait à la charge des contribuables anglais.

Voici le montant des dépenses journalières de l'Angleterre d'après les déclarations du Gouvernement au Parlement.

Jusqu'au 15 novembre 1914 elles oscillent entre £ 0,9 et £ 1 million. En mars 1915 elles s'élèvent à 1 1/2 million. Le 15 juin elles ont atteint £ 3 millions, le 15 septembre £ 5 millions. Au début de 1916 la City apprit avec émotion que le chiffre de £ 6 millions avait été dépassé ; elle ne se rassura que sur la déclaration que cette nouvelle augmentation des dépenses était provisoire, étant due aux achats de valeurs américaines. En effet les dépenses baissent à £ 5,7 millions en novembre et le Chancelier prévoit le chiffre de £ 5,4 pour la première moitié de 1917. Mais le 25 juillet 1917 le Chancelier demandait un Vote of Credit de £ 650 millions pour 112 jours (2) ! Pour la première fois depuis la déclaration de guerre la Chambre des Communes sembla vouloir être renseignée sur la véritable situation financière.

Le Gouvernement déclara qu'un pareil crédit n'avait été rendu nécessaire que par suite de l'avance aux alliés et aux colonies de la somme fabuleuse de £ 197 millions pour

1. Exception faite du premier Vote of Credit accordé le 6 août 1914.

2. Des dépenses supplémentaires augmentèrent encore le chiffre de dépenses pour ces 112 jours et portèrent la dépense journalière à £ 6,8 millions.

moins de quatre mois. Enfin à la fin de 1917 et au début de 1918 les dépenses baissent à £ 6 millions. Les frais extraordinaires des derniers mois d'hostilités les firent rebondir à £ 7,3 en octobre et en novembre 1918.

Le Parlement accorda 26 Votes of Credit (1) du 6 août 1914 au 12 novembre 1918 pour un montant total de £ 8.612 millions.

Voici le bilan de guerre de l'Angleterre :

	en million de £				
Dépenses générales du 1 ^{er} août 1914					
au 9 novembre 1918					8.612
Les dépenses sans la guerre se se-					
raient élevées à					860
Le montant des dépenses occasion-					
nées par la guerre est donc de					<u>7.752</u>
L'Angleterre pourra récupérer :					
Ses avances à ses Colonies.	220				
La moitié de ses avances aux Alliés.	740				
Matériel et stock de guerre réali-					
sable.	1.300				<u>2.260</u>
Dépenses qui devront être supportées					
par les contribuables anglais.					5.492
Mais les impôts donnèrent au cours					
de ces 52 mois	2.120				
Normalement ils auraient rapporté.	860				
Le produit des impôts de guerre a					
été de					1.260
A l'armistice l'augmentation nette					
de la dette publique anglaise					
était de					<u>4.232</u>
(1) 1914-1915	1915-1916	1916-1917	1917-1918	1918-1919	
1) le 6 août 100	4) 1 ^{er} mars 250	10) 22 fév. 300	17) 13 fév. 350	23) 7 mars 600	
2) le 15 nov. 225	5) 16 juin 250	11) 23 mai 300	18) 10 mai 500	24) 18 juin 500	
3) le 1 ^{er} mars 37	6) 20 juil. 150	12) 24 juil. 450	19) 25 juil. 650	25) 1 ^{er} août 220	
£ 362	7) 15 sept. 250	13) 11 oct. 300	20) 23 sep. 350	26) 13 nov. 700	
	8) 10 nov. 400	14) 16 déc. 400	21) 31 oct. 400	£ 2020	
	9) 22 fév. 120	15) 13 fév. 200	22) 13 déc. 550		
	£ 1420	16) 16 mars 60	£ 2800		
		£ 2010			

Les dépenses supplémentaires occasionnées par la guerre s'élevaient donc à £ 7752 millions, c'est-à-dire à £ 5 millions par jour.

Ces sommes fabuleuses furent obtenues parti au moyen de nouveaux impôts (1) et parti au moyen d'emprunts à court et à long termes. A l'armistice la dette flottante atteignait £ 1.100 millions et l'émission de Currency Notes dépassait £ 300 millions.

Pour se rendre bien compte de l'effort réel fourni par l'Angleterre il faut prendre en considération la proportion de ces dépenses, se rapportant à des achats en pays neutres.

Pour calculer le montant des devises neutres que l'Angleterre a été obligée d'acheter il faudrait additionner les achats faits dans les pays neutres par les alliés de l'Angleterre, à la balance défavorable de son propre commerce. Cependant même alors on ne pourrait se faire une idée exacte de l'effort anglais, car le Board of Trade n'a pas compris, dans les chiffres d'importation et d'exportation qu'il a publiés le montant d'un nombre considérable d'achats faits directement par le Trésor en pays neutres. Voici les chiffres des importations et exportations des Royaumes-Unis pour les années finissant le 31 décembre.

	Importation	Exportation
1913. . . .	768.734.739	525.245.289
1914. . . .	696.635.113	430.721.357
1915. . . .	851.893.350	384.868.448
1916. . . .	949.152.679	506.546.212
1917. . . .	1.065.256.407	525.308.991
1918. . . .	1.319.338.591	498.473.065

1. L'Angleterre est le pays qui, pendant la Grande Guerre, eut le plus recours aux impôts.

Normalement la balance commerciale était donc défavorable à l'Angleterre de £ 240 millions; en 1918 on atteignit £ 820 millions.

Nous espérons que ce trop rapide aperçu de l'importance du fardeau financier de l'Angleterre a pu donner une idée du rôle si ingrat et si difficile qui fut rempli sans défaillance par la Grande-Bretagne en même temps qu'elle déployait un effort militaire dépassé seulement par celui de la France.

Les mouvements du change anglais. — Au cours de la guerre deux courants contraires se sont manifestés à Londres. La hausse de la livre dans les pays alliés, la baisse de la livre dans les pays neutres.

La dépréciation des devises alliées fut un phénomène normal sur lequel nous n'insisterons pas. L'envahissement de leur territoire et l'occupation par l'ennemi de leurs régions les plus industrielles, la mobilisation de 30 classes dès leur entrée en guerre, les émissions considérables de billets de banque auxquelles ils furent acculés, suffiraient à expliquer une dépréciation beaucoup plus considérable. Il nous semble donc plus intéressant de ne nous occuper que du dollar, du florin et du kroner.

La rapide amélioration de la valeur du dollar à Londres en fin 1914 tient aux achats considérables occasionnés par la guerre. La récolte de blé des Etats-Unis avait été exceptionnellement bonne. Tout fut enlevé par l'Europe.

Au fur et à mesure que la guerre se prolongea l'Angleterre, la France, l'Italie, la Russie s'adressèrent de plus en plus à l'industrie, à l'agriculture et au sous-sol américains pour s'approvisionner en objets manufacturés, en vivres et en matières premières de toutes sortes. L'Entente acheta aux pays scandinaves et à la Hollande des quantités con-

sidérables de vivres et de matières premières, très souvent sans besoins réels, dans le seul but d'en empêcher la vente aux Empires Centraux.

L'Angleterre chercha surtout à stabiliser la valeur de la livre à New-York. Elle y parvint complètement. La baisse de la livre fut beaucoup plus importante sur les marchés hollandais et scandinaves. Cela tient surtout au refus de l'Entente d'exporter dans ces pays une foule d'articles dont elle disposait mais qui, expédiés en Allemagne, auraient pu fortifier la situation des pays ennemis.

A partir de l'été 1916 le change scandinave est différent pour les trois pays. Ce fait est d'autant plus curieux que les Banques Centrales de la Suède, de la Norvège et du Danemark acceptaient réciproquement au pair les billets qu'elles émettaient.

L'explication en est facile. La balance des comptes suédoise étant la plus importante, les débiteurs étrangers de la Suède envoyèrent vers la fin du printemps 1916 des masses de billets danois à Stockholm. Pour se défendre contre ce flux, la Riksbank n'accepta ces billets qu'à 1 1/2 0/0 au-dessous de leur valeur nominale. De temps en temps la Riksbank a été, durant la guerre, obligée d'accroître ce taux afin de l'ajuster avec la situation chaque jour aggravée. A la fin de 1916 elle étendit cette mesure aux kroners norvégiens.

Voici les mouvements qu'a accusés la livre à New-York, Amsterdam et Stockholm depuis le début de 1915, jusqu'à la fin de 1918.

Transferts télégraphiques le 1^{er} de chaque mois

	New-York	Amsterdam	Stockholm
1915 Janvier . . .	4,85 - 4,86	11,985 - 12,005	19,25 - 19,35
Février . . .	4,85 - 4,86	12,04 - 12,06	19,35 - 19,45
Mars	4,80 1/2 - 4,81 1/2	12,03 1/2 - 12,05 1/2	19,55 - 19,75
Avril	4,79 1/2 - 4,80 1/2	12,13 - 12,15	18,70 - 19
Mai	4,78 3/4 - 4,79 3/4	12,12 1/2 - 12,14 1/2	18,40 - 18,65
Juin	4,78 1/4 - 4,79 1/4	12,07 - 12,09	18,20 - 18,40
Juillet	4,76 5/8 - 4,77 5/8	11,93 - 11,96	18,15 - 18,35
Août	4,76 3/8 - 4,77 3/8	11,78 - 11,83	18,15 - 18,35
Septembre . .	4,63 - 4,64	11,50 - 11,55	17,95 - 18,10
Octobre	4,72 1/4 - 4,73 1/4	11,53 - 11,58	18,07 - 18,25
Novembre . . .	4,63 1/2 - 4,64 1/2	11,11 - 11,17	17,40 - 17,75
Décembre . . .	4,70 3/4 - 4,71 3/4	11,24 - 11,28	17,80 - 18
1916 Janvier . . .	4,74 3/8 - 4,75 3/8	10,83 - 10,88	17,40 - 17,60
Février	4,77 - 4,78	10,96 - 11,05	17,50 - 17,70
Mars	4,77 1/8 - 4,78 1/8	11,13 - 11,17	16,95 - 17,15
Avril	4,77 1/4 - 4,78 1/4	11,15 - 11,18	16,45 - 16,65
Mai	4,77 - 4,78	11,34 - 11,37	15,65 - 15,85
Juin	4,76 1/2 - 4,77 1/2	11,48 - 11,52	15,85 - 16,05
Juillet	4,76 1/2 - 4,77 1/2	11,48 - 11,51	16,30 - 16,50
Septembre . . .	4,76 1/2 - 4,77 1/2	11,50 - 11,53	16,50 - 16,70
Octobre	4,76 5/16 - 4,76 9/16	11,60 - 11,63	16,83 - 16,88
Novembre . . .	de novembre	11,65 - 11,68	16,74 - 16,79
Décembre . . .		11,60 - 11,64	16,68 - 16,73
1917 Janvier . . .	1916	11,66 - 11,69	16,00 - 16,10
Février	jusqu'en juin	11,68 - 11,71	16,06 - 16,11
Mars	1917	11,78 - 11,82	16,09 - 16,13
Avril	le cours reste	11,75 - 11,78	15,80 - 15,85
Mai	à 4,76 5/16 - 4,76 9/16	11,63 - 11,66	15,80 - 15,85
Juin	4,76 1/8 - 4,76 5/8	11,55 - 11,59	15,80 - 15,90
Juillet	«	11,53 - 11,55	15,55 - 15,65
Août	«	11,37 - 11,45	13,85 - 14,40
Septembre . . .	jusqu'à la	11,28 - 11,35	14,17 - 14,22
Octobre		11,29 - 11,32	13,70 - 13,80
Novembre . . .	fin de	10,20 - 10,30	9,80 - 10,00
Décembre . . .		10,65 - 10,70	12,50 - 12,65
1918 Janvier . . .	1918	10,93 - 10,98	14,00 - 14,10
Février		10,78 - 10,85	14,18 - 14,28
Mars	le cours de	10,50 - 10,54	14,72 - 14,82
Avril		10,22 - 10,25	14,08 - 14,12
Mai	juin 1917	9,80 - 9,92	14,00 - 14,10
Juin		9,40 - 9,50	13,90 - 14,05
Juillet	est coté	9,30 - 9,35	13,30 - 13,45
Août	avec des	9,10 - 9,15	13,22 - 13,32
Septembre . . .	variations	9,49 - 9,54	14,23 - 14,33
Octobre	n'excédant pas	10,21 - 10,27	15,30 - 15,45
Novembre . . .	1/8 de cent.	11,25 - 11,30	16,68 - 16,78
Décembre . . .	4,76 1/8 - 4,76 5/8	11,29 - 11,34	16,58 - 16,62

Les différentes raisons données pour expliquer la baisse de la livre sterling. — Nous avons vu comment dès mars 1915 la livre subit sur les principaux marchés neutres une dépréciation fort sérieuse. C'est là un fait assez bizarre car à cette époque la circulation des Iles Britanniques était encore à base d'or. Le gold point de sortie en décembre 1915 était avec la Hollande à 11,80 (1). Pourtant les transferts télégraphiques se vendaient aux environs de 11. Cette différence considérable semble devenir inexplicable quand on se rappelle que la Banque Néerlandaise n'a pas adopté la politique de la Riksbank. Durant la guerre elle a accepté, au pair, l'or qu'on lui a apporté. La seule explication de ce phénomène est que l'Angleterre n'a pas exporté tout l'or nécessaire. Cela tient non à la difficulté de se procurer de l'or en quantités suffisantes mais au désir de renforcer le blocus de l'Allemagne.

Quant à la dépréciation toute exceptionnelle de la livre à Stockholm, elle n'est due qu'au refus de la Riksbank de donner 2473,8 kroners par kilogramme d'or pur. Comme le nombre de kroners qu'un kilogramme d'or put acheter en Suède était notablement inférieur au pair, on cria à la dépréciation de l'or.

La politique financière des Pays Scandinaves et l'activité des arbitragistes en Hollande peuvent expliquer la chute de la livre sur un marché neutre, à un moment donné. Mais on ne saurait expliquer ainsi la baisse de la livre dans tous les pays neutres. Un facteur d'ordre plus général a certainement pesé sur le cours de la livre. Il nous a semblé qu'en Angleterre la cause principale de la baisse de la livre a été la politique inflationniste du Trésor.

1. Avant la guerre les golds points avec la Hollande étaient 12,05 et 12,15.

Nous exposerons donc très brièvement :

La question de la dépréciation de l'or ;

L'influence des arbitragistes.

Et enfin nous étudierons le développement de l'inflation en Angleterre et l'application en matière de change de la loi de l'offre et de la demande.

a) *La dépréciation de l'or.* — Il semble extraordinaire en 1920, qu'on ait pu parler durant la guerre de dépréciation de l'or. C'est le refus d'accepter de l'or des banques d'émission scandinaves et néerlandaises qui fit alors dire que la démonétisation de l'or et son remplacement étaient inéluctables.

Et d'abord il est indispensable de distinguer entre la politique des Banques Scandinaves et celle de la Banque Néerlandaise.

Cette dernière ne refusa de l'or que dans le seul cas où un des belligérants voulût s'en servir pour des opérations d'arbitrage. En agissant ainsi, la Banque Néerlandaise avait pour but le maintien d'une stricte neutralité.

Le refus des banques scandinaves provient de causes absolument différentes.

La Riksbank a le monopole d'émission en Suède. Elle a le droit d'émettre 125 millions de kroners sans couverture. Au delà, la loi suédoise impose une couverture or de 50 o/o. De petites coupures remplacent l'or dans la circulation interne. La Riksbank n'a dans ses coffres que juste l'or nécessaire pour avoir une réserve assez importante en billets (1). Les changes étrangers au cours de 1915 devinrent si favorables à la Suède que les gold points furent dépassés et que l'or commença à affluer. Tous les pays réclamèrent alors des crédits à la Suède dans l'espoir d'améliorer leur

1. Comme la Banque de l'Autriche-Hongrie, la Riksbank se servait d'un portefeuille de traites étrangères pour régulariser le change.

change et par suite de payer moins cher les marchandises suédoises. C'était là un but impossible à atteindre car la Suède n'aurait pu accorder des crédits qu'en ayant recours à l'inflation : une hausse des prix en kroners en serait résultée. C'est un paradoxe économique que celui qui consiste à demander des crédits à un pays dont le change n'est favorable qu'à cause d'un blocus qui le met en état de famine.

Le Gouvernement suédois chercha un remède à cette situation. Sur sa demande le Riksdag vota le 8 février 1916 les modifications suivantes à l'organisation monétaire de la Suède : « En cas de circonstances extraordinaires causées
« par la guerre et à la demande des directeurs de la Riks-
« bank, le Roi peut, après avis conforme des Commissaires
« de la Dette Publique : 1^o libérer la Riksbank de l'obliga-
« tion d'acheter tout l'or qui lui est présenté ; 2^o arrêter la
« frappe libre de l'or. » La Riksbank n'accepta plus l'or qu'au-dessous de sa valeur nominale. Elle atteignit ainsi un double but. Elle ne vit pas ses bénéfices diminuer par suite d'émissions de billets entièrement couverts (1). Elle appuya énergiquement l'action du Gouvernement suédois qui demandait à l'Angleterre des vivres, du charbon, des matières premières en paiement des achats des Alliés en Suède. Au contraire, l'Angleterre offrait de payer en or, crainte de voir une partie de ces denrées passer en Allemagne.

On ne peut donc parler de dépréciation de l'or dans le cas de la Hollande puisque celle-ci n'en refusa que seulement quand l'opération lui semblait être suspecte.

Quant à ce qui est de la Suède et plus tard des autres pays scandinaves, la prime qu'ils demandèrent avait un

1. Au contraire elle acheta des masses considérables d'or à un prix bien inférieur à la valeur nominale rendant ainsi probable des bénéfices très appréciables dans l'avenir.

caractère si spécial et intéressait des quantités d'or si peu considérables (1) qu'il aurait dû être impossible de parler de dépréciation générale et permanente.

Cette prétendue dépréciation de l'or ne peut donc expliquer que la baisse de la livre dans les pays scandinaves.

b) *L'influence des arbitragistes.* — On appelle arbitrage l'opération qui consiste à rechercher le procédé le plus avantageux d'effectuer l'achat d'une traite exprimée en monnaie étrangère.

Chez tous les belligérants les arbitragistes neutres furent regardés comme une des causes de la baisse du change. L'examen de leur activité démontrera que cette prévention était sans fondement.

En novembre 1915, le Trésor anglais interdit la vente à Londres de dollars pour le compte des Hollandais. Cette interdiction n'eut aucun résultat pratique. Elle obligea New-York et Amsterdam à opérer sans l'entremise de Londres. Les Anglais créèrent ainsi un marché de florins à New-York et de dollars à Amsterdam. D'ailleurs, au lieu d'offrir des dollars à Londres, les banquiers hollandais achetèrent des livres à New-York avec leurs dollars, et les échangèrent contre des florins à Londres. Cette opération eut sur le cours de la livre la même influence que l'opération interdite.

Vers la fin de 1915, la Hollande arrêta provisoirement toutes opérations d'arbitrage. Tant que la livre avait tendance à baisser à New-York on pouvait se risquer, malgré de considérables délais télégraphiques. A partir de l'Emprunt Franco-Anglais du 15 octobre, l'Angleterre parvint à stabiliser le cours de la livre aux Etats-Unis.

1. De tous les neutres les pays scandinaves reçurent le moins d'or. Par contre les E. U. A., l'Espagne et la Hollande en absorbèrent des quantités prodigieuses.

Mais à la fin du printemps suivant, la Hollande reprit son activité en arbitrage. La Suède refusant de l'or, le florin perdit jusqu'à 15 o/o à Stockholm. Les relations commerciales entre la Suède et la Hollande devinrent plus difficiles. A ce moment un accord entre Londres et Stockholm fut suivi par une hausse importante de la livre en Suède. La Hollande en profita pour payer toute sa dette *via* Londres.

Ce fut là l'une des dernières opérations d'arbitrage importantes qui fut possible. A partir de septembre 1916, le Stock Exchange ferma à 15 heures au lieu de 16 comme cela avait lieu avant la guerre. Grâce à la différence d'heure existant entre l'Ancien et le Nouveau Continent, l'ouverture du marché de Wall Street avait lieu après la fermeture du Stock Exchange de Londres, rendant ainsi impossible toute opération d'arbitrage.

Enfin en septembre 1917 le Gouvernement des Etats-Unis n'autorisa les exportations d'or que pour les seuls pays ayant une balance commerciale favorable avec l'Amérique. Les agissements des neutres furent la cause de cette décision. Nous prendrons le cas de l'Espagne qui est typique. Durant les trois premières années de la guerre l'Espagne exporta des marchandises pour 400 millions de pesetas aux Etats-Unis et £ 62 millions en Angleterre. Elle en importa pour 850 millions de pesetas et £ 24 millions respectivement. Cependant la peseta faisait prime à New-York et les Etats-Unis envoyèrent des masses considérables d'or en Espagne. Cette dernière vendait à New-York toutes les livres sterlings, tous les francs, tous les lires qu'elle détenait contre des dollars qu'elle importait en or.

C'est pour mettre fin à ces opérations que les Etats-Unis interdirent les exportations d'or.

Toutes ces mesures rendirent les opérations d'arbitrage presque impossible dès la fin de 1917. Elles l'étaient déjà depuis longtemps entre alliés par suite d'interdiction d'exportation de capitaux.

c) *L'inflation en Angleterre.* — La véritable cause de la dépréciation de la livre ne se trouve ni dans la dépréciation de l'or, ni dans l'arbitrage. En effet, les opérations d'arbitrage des Hollandais, par exemple, quand elles eurent pour effet de rendre le florin plus cher à Londres, aidèrent incontestablement à la bonne tenue de la livre à New-York, et l'on peut raisonnablement supposer que ceci a dû à peu près compenser cela. Elles ne peuvent donc pas entraîner la baisse générale d'une devise sur tous les marchés étrangers.

Il faut donc chercher ailleurs la cause principale de la baisse de la livre. Comme pour toutes les autres marchandises la loi de l'offre et de la demande s'applique ici. Pour pouvoir comprendre les mouvements de la livre, il faut donc se demander quelles causes peuvent influer sur l'offre et sur la demande de livres.

Et d'abord l'offre : les achats de l'Angleterre et de ses alliés dans les pays neutres ont été considérables. Les demandes de la population civile étaient particulièrement lourdes. L'offre de tant de livres n'a été rendue possible que grâce à l'inflation.

Et ensuite la demande : jusqu'en 1916, l'industrie et la marine anglaises ne furent pas trop gênées par la mobilisation des ouvriers et par la réquisition des bateaux. Les pays neutres eurent donc des remises importantes à faire à l'Angleterre. Une autre cause de demande fut les achats des spéculateurs neutres. Espérant voir la monnaie anglaise remonter au pair avec la fin de la guerre, ils achetèrent des

livres. Seulement suivant la tournure des événements militaires ou politiques cette demande spéciale de livre se trouva au cours de la guerre diminuée ou augmentée dans des proportions assez considérables.

L'inflation constitue le facteur principal de l'offre de livres sterlings.

Si l'on examine les bilans de fin 1918 des banques d'émission de tous les belligérants, l'on est moins frappé par le chiffre vraiment fantastique de l'émission en France, en Russie, en Allemagne et en Autriche que par la modération des émissions de la Banque d'Angleterre. Il serait pourtant téméraire d'en conclure que l'Angleterre est sortie de la tourmente sans avoir eu recours à l'inflation. L'inflation existe en Angleterre, peut-être à un moindre degré que sur le Continent, mais sous une autre forme.

Sous le régime normal l'inflation fiduciaire était quelque chose d'impossible en Angleterre. Toute ouverture de crédit impliquait la possibilité de voir le bénéficiaire la réaliser en billets de la Banque. Celle-ci voyant sa réserve de billets ou d'or diminuer par trop rapidement, n'avait qu'à relever son taux d'escompte pour freiner les dispositions par trop optimistes du marché libre.

Pendant la guerre les conditions ont été tout autres. Les disponibilités devinrent si considérables que le taux de la Banque devint inopérant. Grâce aux emprunts du Trésor auprès des Joint Stock Banks et aussi de la Banque d'Angleterre, le chiffre des comptes courants n'a fait qu'augmenter ; l'énorme émission des Currency Notes en a été à la fois la cause et le résultat. L'inflation se présente donc en Angleterre sous la forme d'une émission de Currency Notes et d'une augmentation des comptes courants.

Les Currency Notes remplirent admirablement leur rôle

de monnaie d'appoint pendant la crise de juillet-août 1914. Dès le début du mois de septembre les banques commencent à rembourser le Trésor, car elles trouvaient les conditions de l'avance plutôt onéreuses. Malgré ce rapide remboursement (1) on voit le chiffre total de l'émission augmenter. Ce phénomène ne comporte qu'une seule explication. Le Trésor a trouvé expéditif de payer ses dépenses au moyen de Currency Notes. On a nié ce fait. On a dit que la seule manière pour un Gouvernement de mettre des billets en circulation, est de payer ses achats avec ces billets. Et pourtant le Trésor anglais qui paie tous ces achats au moyen de chèques avait trouvé le moyen de mettre en circulation \$ 323 1/4 millions de Currency Notes au 1^{er} janvier 1919. Le Trésor est arrivé à ce résultat en vendant des Currency Notes aux Joint Stock Banks, puis il a payé ses achats au moyen de chèques tirés sur ces banques. Comme l'or de la Banque d'Angleterre sert de garantie aux Currency Notes, le Trésor a tourné ainsi le Bank Act de 1844. Il faut donc pour voir la situation réelle de l'Angleterre au point de vue émission ajouter aux billets de la Banque les Currency Notes et au stock d'or de la Banque le stock d'or spécial des Currency Notes (2).

1. Voir tableau de l'émission de Currency Notes à la fin de ce chapitre.

2. Voici un tableau ainsi constitué de l'émission anglaise.

	1914		1915		1916		1917		1918	
	billets	or	billets	or	billets	or	billets	or	billets	or
Le 1 ^{er} janvier.....	30	32	75	88	138	79	190	81	259	87
Le 1 ^{er} avril.....	30	37	76	80	141	84	183	81	278	89
Le 1 ^{er} juillet.....	30	38	80	82	158	88	203	81	307	93
Le 1 ^{er} octobre.....	64	57	105	90	168	80	220	81	341	100

Mais à mesure que la guerre se prolonge on voit de moins en moins de l'or en circulation en Angleterre. Au début de 1916 il n'en existait plus. C'est pour cela que malgré l'énorme émission de pièces d'argent, s'ajoutant aux émissions de Currency Notes, on ne peut en réalité parler d'inflation en Angleterre tant qu'on ne considère pas les comptes courants créditeurs. Il ne faut pas, en effet, perdre de vue, qu'en Angleterre comme dans tous les pays belligérants les négociants n'accordèrent plus de crédits. Les achats journaliers durent être réglés immédiatement en numéraire ; de telle sorte que chaque individu put avoir sur lui beaucoup plus de numéraire qu'avant 1914 sans pour cela que son pouvoir d'achat fut augmenté. D'ailleurs une partie importante des Currency Notes ne se trouvait pas en circulation, mais dans les coffres des banques, celles-ci ayant eu besoin d'une encaisse liquide beaucoup plus importante qu'avant la guerre. On ne peut donc mesurer l'augmentation du pouvoir d'achat du public et du Trésor qu'en calculant l'augmentation des comptes courants.

Il est malheureusement impossible de suivre l'augmentation des comptes courants pas à pas, les grandes Joint Stock Banks ayant cessé pour la plupart de publier des bilans mensuels, comme elles le faisaient avant la guerre. Voici cependant en millions de livres sterlings le total, au 30 juin de chaque année, des bilans des principales Joint Stock Banks.

	<u>1914</u>	<u>1915</u>	<u>1916</u>	<u>1917</u>	<u>1918</u>
<i>Passif</i>					
Capital et Réserves.....	70	71	73	72	76
Acceptation et endossements.	38	33	43	40	42
Comptes courants et profits.	<u>747</u>	<u>944</u>	<u>987</u>	<u>1.068</u>	<u>1.349</u>
Total du Passif.....	<u>855</u>	<u>1.048</u>	<u>1.103</u>	<u>1.180</u>	<u>1.467</u>

	1914	1915	1916	1917	1918
<i>Actif</i>					
Or et dépôts à la Banque d'A.	115	211	188	192	255
Escompte et avances sur					
titres.....	571	616	557	655	859
Portefeuille (titres).....	115	173	298	278	297
Couverture pour acceptation.	54	48	60	55	56
Total de l'actif	855	1.048	1.103	1.180	1.467

C'est surtout à partir de juillet 1917 que les comptes courants augmentent considérablement. Du 30 juin 1915 au 30 juin 1916 c'est surtout en titres que les banques employèrent leurs disponibilités : elles achetèrent une grande partie de l'emprunt 4 1/2 o/o. Comme beaucoup de banques considèrent les bons de Trésor qu'elles détiennent comme des escomptes, il est probable que la plus grande partie de l'augmentation des « escomptes et avances sur titres » est due à des avances directes au Trésor ; il ne faut d'ailleurs pas oublier que le chiffre de £ 571 millions du 30 juin 1914 s'est trouvé diminué d'une centaine de millions pendant les mois d'août, septembre et octobre 1914 à la suite des réescomptes faites par les Joint Stock Banks.

Enfin entre le 1^{er} juillet 1914 et le 3 juillet 1918 les dépôts à la Banque d'Angleterre avaient passé de £ 72 à £ 190 millions, de telle sorte que le pouvoir d'achat du public et du Trésor était passé en quatre ans de £ 820 millions à £ 1540 millions.

En Angleterre, l'existence de l'inflation est donc indéniable. Il reste à étudier par quel processus cette situation fut créée et son influence sur le change.

C'est dans les premiers jours de la guerre qu'on voit la création des Currency Notes et que le Trésor par l'entre-

mise de la Banque met dans les mains des Joint Stock Banks et des maisons d'escompte des sommes énormes en organisant le réescompte des traites moratoriées ou non. Quelques mois plus tard le Trésor obtint de la Banque la promesse d'accorder des avances sur les titres de l'emprunt de novembre 1914 à des conditions exceptionnelles, les transformant ainsi en comptes courants potentiels. Mais l'inflation n'a été rendue possible en Angleterre que grâce à la politique d'emprunts à court terme du Gouvernement.

On arrive alors à se demander sous quel forme d'emprunt le Trésor augmente le plus l'inflation. Avant la guerre les « Ways and Means advances », qui étaient accordées par la Banque (1), avaient seules le pouvoir d'augmenter sans compensation le pouvoir d'achat du Trésor. Depuis 1914, c'est la qualité du prêteur et non plus la forme de l'emprunt qui compte.

Il est hors de doute que ce sont les avances accordées sous une forme quelconque par la Banque d'Angleterre qui entraînent la plus forte inflation ; elles s'inscrivent par une augmentation des dépôts publics ; le Trésor paie ses créanciers au moyen de chèques tirés sur la Banque ; ceux-ci versent ces chèques dans leurs banques et c'est ainsi que l'augmentation des dépôts publics se transforme en une augmentation des autres dépôts. Les Joint Stock Banks, se trouvant à la tête de disponibilités plus importantes à la Banque d'Angleterre, sont poussées à augmenter le volume

1. Etant donné le montant énorme qu'atteignent quelquefois les « Ways and means advances » depuis août 1914, on peut affirmer sans crainte de se tromper qu'il existe d'autres prêteurs que la Banque d'Angleterre ; et il est certain qu'alors que les bons de trésor n'étaient achetés que par les banques, depuis la guerre le public en a souscrit pour des millions de livres sterling. On ne peut donc plus distinguer la personnalité du prêteur d'après la forme de l'emprunt.

de leurs avances et cela dans des proportions considérables car elles considèrent qu'une somme en compte courant à la Banque peut sans danger former la base d'avance à des particuliers s'élevant à trois, quatre et même parfois cinq fois le montant de cette somme. C'est ainsi que quand la Banque d'Angleterre avance au Trésor soit sur Ways and Means, soit contre des bons de Trésor ou des titres de rentes il est créé une base qui donnera naissance à un volume de crédit de beaucoup supérieur.

Quand le Trésor emprunte aux Joint Stock Banks il n'y a pas de multiplication de l'inflation. Une banque achète pour un million de bons de trésor, ou de titres d'un emprunt de guerre : les autres dépôts baissent d'un million et les dépôts publics augmentent d'un million au fur et à mesure que le Trésor paie ses créanciers, les autres dépôts augmentent et les dépôts publics diminuent. L'opération se résout donc en ceci : la banque en question voit son actif augmenter d'un million en valeurs d'Etat et possède toujours un million à la Banque d'Angleterre, et en même temps le public voit ses dépôts dans cette banque augmenter d'un million. Le pouvoir d'achat du public augmente donc du montant des avances accordées par les banques au Trésor.

Pour qu'il n'y ait pas lieu à inflation le prêteur du Trésor doit être un particulier qui paie les bons de trésor ou les titres de rente au moyen de son compte courant. De cette opération il ne résulte qu'un simple déplacement du pouvoir d'achat. Au contraire lorsque le particulier effectue son prêt au Trésor avec l'aide d'une banque, l'opération est momentanément identique au point de vue de l'inflation à une avance directe faite par cette banque au Trésor. Mais le jour où le particulier qui a emprunté à une banque pour

prêter au Trésor rembourse celle-ci, le montant des comptes courants revient à son niveau primitif. Seulement cette opération de remboursement est d'ordinaire fort lente. A l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque de Liverpool, le 24 juillet 1917, le président du Conseil d'administration déclara que durant le troisième emprunt de guerre en février 1917 la banque avait avancé à ses clients £ 9 millions pour les aider à souscrire. Le 30 juin seulement £ 2, 7 millions avaient été remboursés. Le même fait se reproduisit pour toutes les autres banques.

Au fur et à mesure que le montant des comptes courants s'élevait, les Joint Stock Banks sentaient de plus en plus le besoin d'avoir des disponibilités liquides plus grandes. Elles se servirent à cet effet d'un large approvisionnement de billets ayant cours légal, les Currency Notes. Si les Currency Notes avaient été retirés de la circulation au fur et à mesure des remboursements des Joint Stock Banks et des Caisses d'épargne on ne serait jamais arrivé au degré d'inflation atteint à la fin de 1918. En effet dans le but de fortifier leurs encaisses et leurs disponibilités à la banque d'Angleterre le réescompte de leurs meilleurs traites aurait été nécessaire. Elles auraient retiré une partie du produit de ces réescomptes en billets et en or, le reste augmentant leur compte courant à la Banque. Devant ces demandes répétées et importantes, la Banque d'Angleterre se serait vue obligée de hausser le taux de son escompte, forçant ainsi les Joint Stock Banks à n'accorder du crédit qu'avec la plus grande circonspection. Le résultat de cette tension du crédit eut été d'obliger le Trésor à accorder 1,1 1/2 ou peut-être 2 0/0 de plus pour ses bons et pour ses emprunts de consolidation (1). Ce surcroît de dépenses eut d'ailleurs trouvé une

1. D'ailleurs le Trésor ne profita même pas du seul avantage de

compensation suffisante dans le ralentissement considérable de la hausse des prix. D'autre part la brusque et terrible chute de la livre à New-York à partir de mars 1919 serait devenue impossible. Au surplus rien n'empêchait la Banque d'Angleterre d'émettre plus de billets qu'elle ne l'a fait et point n'était besoin alors de billets de demi et une livre, car il nous semble que l'or ne serait pas sorti de la circulation. Le Trésor se rendant compte de la responsabilité qu'il encourait par l'énorme émission de Currency Notes a, comme nous l'avons déjà dit, cherché à se justifier en alléguant qu'il n'était pas en son pouvoir d'exercer une influence quelconque sur la quantité de ces billets. On ne saurait admettre une pareille proposition. La véritable cause de l'inflation se trouve dans la politique financière du Gouvernement : payer la guerre avec des crédits obtenus des banques au lieu de la payer au moyen d'impôts ou d'emprunts s'adressant aux particuliers.

Enfin il reste à examiner l'influence de l'inflation sur le change. Théoriquement l'inflation agit sur le change d'un pays de différentes manières :

1° D'abord une politique inflationniste causant pléthore de capitaux la rémunération de ceux-ci ne peut que diminuer. Cette baisse de taux de l'intérêt déclanche deux mouvements concourant au même résultat : l'exportation de capitaux. Les nationaux cherchent à l'étranger des placements plus avantageux et l'étranger vient chercher dans le pays inflationniste des capitaux moins chers ;

2° Une politique inflationniste augmente le pouvoir d'achat de la communauté. Ce supplément d'achats se porte l'inflation : le bon marché des capitaux. Craignant en effet une exportation des capitaux, le Trésor donna jusqu'à la fin de 1917 5 ou 6 0/0 pour ses bons de Trésor et causa ainsi artificiellement un enchérissement des capitaux.

sur des marchandises d'origine étrangère et alors le chiffre des importations augmente et aussi sur des marchandises nationales et dans ce cas le stock disponible pour l'exportation diminue ;

3° Enfin par une application de la loi de Gresham, une politique inflationniste chasse l'or de la circulation, obligeant ainsi à de nouvelles émissions. Cet or tend à aller à l'étranger où il cause une inflation d'un nouveau genre entraînant une hausse de prix qui enfle le chiffre d'importation du pays inflationniste.

L'inflation quand elle n'a pas pour origine une importation par trop considérable d'or, a donc pour résultat la baisse des devises sur les marchés étrangers.

Jusqu'à quel point ces principes se sont-ils appliqués dans le cas de l'Angleterre ?

L'examen du cours de la livre sterling durant les années 1915, 1916, 1917 et 1918 dans les principaux marchés neutres met en lumière une baisse sérieuse à Madrid, à Genève, à Amsterdam, à Stockholm. Par contre à New-York la livre a toujours été bien soutenue. Or les achats se réglant par New-York, étant de beaucoup les plus importants, faut-il admettre que l'inflation n'a pas eu en Angleterre un effet bien désastreux sur les changes ?

Une pareille conclusion serait absolument erronée. L'Angleterre ne maintint le cours de la livre à New-York à un niveau si élevé qu'au moyen de sacrifices considérables. Elle a vendu ou hypothéqué les meilleurs titres étrangers de son portefeuille. Elle a exporté des quantités d'or considérables à New-York. Elle a interdit en 1917 l'exportation des capitaux anglais. Enfin elle a eu recours à des restrictions d'importations et à un rationnement sévère de la population civile.

Mais toutes ces mesures n'eurent qu'un résultat précaire. Au cours de 1919 et de 1920 la livre a connu à New-York une dépréciation dont elle n'approcha pas même durant les mauvaises journées de septembre 1915.

Emission de Currency Notes
(en milliers de livres sterlings)

Date	Total de l'émission	AVANCES		COUVERTURE			
		aux banques	aux caisses d'épargne	Monnaies d'or et barres d'or	Pourcentage de la couverture or	Billets se trouvant dans les mains de la Banque d'A.	Valeurs Gouvernemen-taux
1914 août 26	21.535	6.302	3.810	—	—	11.423	—
sept. 30	28.409	382	3.500	4.500	15,8	9.103	10.924
déc. 30	38.478	169	600	18.500	48,1	9.286	9.924
1915 mars 31	39.802	159	—	27.500	69,1	3.518	8.623
juin 30	46.577	139	—	28.500	61,3	8.655	9.586
sept. 29	72.022	214	383	28.500	39,5	22.969	20.400
déc. 29	103.125	159	249	28.500	27,6	20.536	54.621
1916 mars 29	106.691	144	53	28.500	26,6	7.902	71.121
juin 28	122.099	104	36	28.500	23,4	7.006	88.158
sept. 27	131.525	94	36	28.500	21,6	5.964	99.321
déc. 27	150.144	64	40	28.500	19,	6.868	118.102
1917 mars 28	144.687	3.399	251	28.500	19,7	6.870	110.668
juin 27	161.674	1.319	255	28.500	17,6	5.564	132.484
sept. 26	178.640	99	235	28.500	16,	5.167	152.062
déc. 26	212.782	39	675	28.500	13,4	5.486	186.637
1918 mars 27	228.149	39	675	28.500	12,5	5.798	202.855
juin 26	252.912	39	660	28.500	11,3	5.322	229.751
sept. 25	275.169	—	615	28.500	10,4	5.080	253.116
déc. 31	323.241	—	570	28.500	8,9	4.566	305.133

CHAPITRE II

ACTION DU GOUVERNEMENT ANGLAIS DE LA BANQUE D'ANGLETERRE SUR LE CHANGE

La guerre a apporté un changement profond dans la situation de l'Angleterre. En 1913 sa balance commerciale lui était défavorable £ 20 millions par mois. En 1917 le déficit atteignait £ 40 millions. En 1918, il dépassait largement £ 60 millions (1). La situation fut encore aggravée par le fait qu'en temps normal, l'Angleterre n'avait qu'à refuser pour un temps d'accorder de nouveaux prêts pour rétablir instantanément son change. Les placements de l'Angleterre étaient alors de £ 200 millions par an. Durant les quatre années de guerre elle a prêté à ses alliés et à ses colonies, en moyenne, plus de £ 400 millions par an, de telle sorte qu'au lieu de restreindre les avances à l'étranger, elle les a doublées. Ces prêts aux alliés étant indispensables à la poursuite de la guerre, il fallut bien se résigner à voir la livre sterling se déprécier sur tous les marchés neutres. Certains s'en consolèrent en parlant de l'encouragement à l'exportation qu'une pareille baisse ne manquerait pas d'occasionner. Les statistiques du commerce extérieur de l'Angleterre constituent le plus écla-

1. Ces chiffres, publiés par le Board of Trade, ne comprennent pas les achats faits à l'étranger directement par le Gouvernement.

tant des démentis à ces futiles espoirs. Si le chiffre des exportations durant les années 1915, 1916, 1917 et 1918 fut très péniblement maintenu au niveau d'avant-guerre, ce ne fut que grâce à la hausse générale des prix sur tous les marchés du monde.

Pour faire face à cette grave situation l'Angleterre ne disposait pas de beaucoup de moyens. La conscription la mettait dans l'impossibilité d'augmenter ses exportations, On aurait pu obtenir le même résultat par la réduction des importations en surveillant d'un peu plus près l'extravagant gaspillage des particuliers et surtout des pouvoirs publics. Mais comment parler d'économie dans un pays que l'inflation semblait avoir brusquement enrichi.

L'Angleterre eut donc à utiliser d'autres moyens pour obtenir une stabilisation assez relative de la livre sterling. Sa principale préoccupation jusqu'à l'entrée de l'Amérique dans la guerre, fut d'obtenir ce résultat à New-York. Les alliés étant les plus importants clients des Etats-Unis, le règlement de la balance du commerce extérieur américain fut, en grande partie, l'œuvre de l'Angleterre.

Du 1^{er} août 1914 au 1^{er} janvier 1917, l'Amérique exporta £ 2 milliards de marchandises de toutes sortes, £ 60 millions d'or et £ 27 millions d'argent, soit un total de près de £ 2.100 millions. Au cours de ces vingt-neuf mois elle importa 1 milliard de marchandises, £ 15 millions d'argent, £ 232 millions d'or, £ 400 millions, approximativement, de titres et valeurs, surtout américains ; elle accorda £ 430 millions d'avances à l'étranger, arrivant ainsi à un total de près de £ 2.100 millions (1). Si l'on admet que les importations et exportations invisibles se balancent, on voit les

1. Discours de Sir Edward Holden de la London City and Midland Bank (10 26 janvier 1917).

moyens employés par l'Angleterre pour obtenir cette stabilisation de la livre à New-York.

Nous les étudierons dans les paragraphes suivants :

1. *Les exportations d'or ;*
2. *Les exportations de titres ;*
3. *Les avances consenties par le Trésor américain à partir de mars 1917 ;*
4. *Nous finissons notre chapitre par un exposé de l'action du Trésor et de la Banque sur les disponibilités.*

a) **Les exportations d'or.** — On a pu dire que la guerre avait divisé le monde en deux catégories de pays : ceux qui refusent de recevoir de l'or et ceux qui refusent de se séparer de leur or.

Deux grands pays semblent faire exception : les Etats-Unis et l'Angleterre. D'un bout à l'autre de la guerre les Etats-Unis se sont toujours montrés prêts à accepter tout l'or qu'on leur apportait, mais à différentes reprises ils ont fait des difficultés pour en expédier à l'étranger. Il ne nous paraît donc pas exagéré de dire que le seul pays qui véritablement a fait exception est l'Angleterre. Toujours prête à recevoir l'or qu'on lui apporte, elle s'en est montrée la meilleure gardienne par la facilité avec laquelle elle l'a exporté durant la guerre.

Au cours des hostilités pas un gramme d'or n'a quitté le territoire britannique sans que les autorités se fussent assurées qu'il n'était pas destiné à l'Allemagne. Ce fut la seule restriction car l'Angleterre ne connut pas d'interdiction à l'exportation. Cependant une pression morale fut faite sur les arbitragistes pour qu'ils n'exportassent pas de l'or pris à la Banque d'Angleterre et sur les producteurs d'or de l'Afrique Australe pour que la totalité de la production des mines fût envoyée à Londres. Mais même ceci

a été nié. Le « Gold Production Committee. », créé à la fin de 1918, déclare dans son rapport que les producteurs n'ont été nullement forcés de remettre leur or au Trésor et qu'ils n'ont pas souffert des émissions de Currency Notes. Il ajoute que sans la Banque les producteurs n'auraient trouvé acheteur que pour une partie très limitée de leur stock, et que loin de se voir imposer la réquisition, les producteurs ont accepté avec joie l'offre de la Banque d'Angleterre.

Une lettre écrite à l'« Economist » par le directeur d'une mine d'or du Transvaal semble prouver le contraire. En novembre 1915 il avait trouvé acheteur à New-York pour la totalité de sa production. La livre étant alors à \$ 4.65, la prime de l'or était intéressante. Mais il se heurta au veto du Gouverneur de la Banque. Le directeur de la mine écrivit qu'un service direct de navigation existait entre le Cap et New-York ; qu'en tous cas l'or était destiné à New-York ; qu'en envoyant l'or directement, on ne lui faisait courir que le risque d'un seul voyage ; que le fret et l'assurance, pour New-York directement, étaient moindres que pour seulement Londres ; qu'en faisant profiter les mines de la prime de l'or on encourageait l'augmentation de la production. Le Gouverneur de la Banque d'Angleterre ne voulut rien entendre. Il déclara qu'une pareille action de la part des producteurs serait considérée comme très peu patriotique par le Gouvernement. Ceci mit fin à la controverse. Les producteurs d'or ont certainement souffert de la politique inflationniste de l'Angleterre et des autres belligérants, mais leur situation fut absolument identique à celle des personnes qui ne purent se décharger sur les consommateurs ou les contribuables du fardeau de la vie chère.

Il semble donc établi que l'Angleterre se réserva la totalité de la production d'or de l'Afrique du Sud. Quant à ses autres colonies productrices d'or la situation ne fut pas la même. Les Indes non seulement absorbèrent toute leur production, mais encore demandèrent à Londres des quantités supplémentaires importantes. Le Canada qui durant ces quatre années produisit un total de \$ 68 millions d'or l'employa directement à soutenir son change. Enfin l'Australie eut une politique d'or absolument personnelle. La production en 1915 fut de £ 8 1/3 millions. Elle en exporta £ 9 1/2 millions dont £ 7 1/4 millions aux Etats-Unis. Craignant que le public ne perdît confiance dans le billet émis par la Banque d'Etat le Gouvernement australien interdit en janvier 1916 l'exportation de l'or. Les autorités impériales firent certainement pression car en mars l'exportation d'or pour Londres fut de nouveau permise. Mais cette autorisation fut donnée de mauvaise grâce. Elle fut entourée de conditions telles que toute exportation fut rendue impossible.

Durant la guerre les Colonies anglaises fournirent les deux tiers de la production mondiale (1); l'Afrique Australe, à elle seule en produisit plus de la moitié.

Ce ne fut pas là, la seule source d'approvisionnement de la Banque d'Angleterre.

Et d'abord comme chez tous les belligérants un appel fut fait au public pour qu'il échangeât son or contre des billets. L'Angleterre est certainement le pays où la réponse fut le moins enthousiaste. Mais les Joint Stock Banks rachetèrent leur attitude du début de la guerre. En

1. Production mondiale d'or.

1915 : £ 89 1/2 millions

1916 : £ 90 3/4 millions

1917 : £ 84 2/3 millions

1918 : £ 79 millions.

août 1915, elles mirent £ 20 millions en or à la disposition du Trésor. En même temps huit des plus importantes de ces banques obtinrent un crédit de £ 10 millions à New-York qu'elles remboursèrent, deux ans plus tard, avec leur stock d'or.

Mais ce fut la Banque de France, qui après les colonies mit le plus d'or à la disposition de la Banque d'Angleterre. Londres se chargeant de trouver les devises neutres nécessaires à la France, il était naturel de la voir mettre une partie importante de son énorme stock d'or à la disposition de la Banque d'Angleterre. Le 30 avril 1915, la Banque de France vendit £ 20 millions d'or et obtint une ouverture de crédit de £ 62 millions. D'autres conventions conclues sur la même base donnèrent 15 autres millions d'or à la Banque d'Angleterre. Mais craignant que Londres cessât d'être, après la guerre, un marché libre d'or, la Banque de France ne céda son or, à partir d'avril 1916, qu'à titre de prêt seulement, restituable après la conclusion de la paix au fur et à mesure de la liquidation des crédits correspondants. La Banque d'Angleterre sous ce nouveau régime reçut 1955 millions de francs d'or (£ 78 millions).

Il est fâcheux que la Banque Impériale Russe, dont le stock d'or permettait des expéditions aussi importantes que celles faites par la Banque de France, n'ait pas suivi l'exemple de cette dernière. Les envois russes n'atteignirent que £ 68 millions (1).

1. D'après M. Novitzky, ex sous-secrétaire d'Etat aux finances russe les envois suivants ont été faits par la Banque Impériale. En octobre 1914, £ 8 millions furent embarqués dans le plus grand secret à Archangel à bord du croiseur « Drake » et du transport « Mantois ». Malgré toutes les précautions, l'Allemagne eut vent de cette opération et le « Drake » et le « Mantois » entrèrent dans des champs de mines semés sur leur route par des sous-marins ennemis.

La Banque d'Angleterre disposa donc pendant la guerre de masses considérables d'or. Son encaisse au début de 1915 était de plus de £ 60 millions. Elle reçut £ 30 millions des joint stock Banks, £ 113 millions de la Banque de France et £ 68 de la Banque Impériale russe. Un nombre assez considérable de millions lui furent versés par le public anglais. Enfin les colonies mirent à sa disposition près de £ 200 millions. C'est donc que pendant ces quatre ans elle a disposé de plus de £ 500 millions d'or. Le 1^{er} janvier 1919, le stock d'or de la Banque et la garantie métallique des Currency Notes s'élevaient à £ 79 millions. C'est donc plus de £ 420 millions d'or qui furent exportés.

Il est difficile de suivre cette exode de l'or pas à pas, car dès juillet 1916 la Banque d'Angleterre interrompit la publication de la liste des pays importateurs d'or. Cependant on peut se faire une idée assez nette de la part de chaque pays neutre sur ces 10 milliards de francs d'or en examinant le développement au cours de ces quatre années du stock d'or de leur Banque Centrale.

En millions de livres sterlings

	Fin 1914	Fin 1915	Fin 1916	Fin 1917	Fin 1918
Trésor des E. U. A.	243	347	—	—	525
Banque Néerlandaise....	18,1	35,8	48,7	58,3	57,5
Banque de Suède	6	6,9	10,1	12,6	15,9
Banque de Norvège	2,3	1,7	6,8	6,3	6,7
Banque de Danemark ...	5,3	6,2	9,2	9,9	10,8
Banque Fédérale Suisse .	9,5	10	12,8	14,1	16,6
Banque d'Espagne	22,9	34,7	49,2	78,7	89,1
Banque du Japon	22	27	31,8	62,2	72,6

Les bâtiments furent gravement endommagés mais tout l'or parvint en Angleterre. Les deux autres expéditions se firent par voie de Vladivostock. L'une était de £ 40 et l'autre de £ 20, millions. Des croiseurs japonais portèrent cet or à Vancouver.

Comme l'on voit ce sont les Etats-Unis qui absorbèrent la grande masse de ces exportations d'or. Ce fut le dollar, qui le premier commença à faire prime à Londres. Le prêt et l'assurance étant de beaucoup plus élevés qu'avant la guerre, le gold point de sortie baissa considérablement. Ottawa insista pour prélever sur l'or qu'il délivrait les mêmes frais de transport et d'assurance que si l'expédition avait eu lieu de Londres. La livre continua à baisser et dès la mi-février \$ 2 1/2 millions d'or arrivèrent à New-York venant du Canada. En juillet 1915, le dépôt d'Ottawa était épuisé et l'Angleterre dut commencer à embarquer de l'or de Londres même.

b) **Les exportations de titres.** — Pour payer ses achats et ceux de ses alliés à l'étranger, l'Angleterre disposait encore de son portefeuille. Il n'est pas de moyen de paiement plus commode en temps de guerre que l'exportation de titres. En effet les envois d'or courent le risque du torpillage. Dans ce cas à moins que le chargement ne soit assuré par une société neutre, c'est là, au point de vue du change, une perte sèche, définitive. On ne peut, d'autre part, assurer toutes les exportations chez les neutres, car l'on se trouverait avoir à faire face à des demandes de devises neutres considérables, et d'autant plus ruineuses que durant la guerre l'assurance a constitué la plus onéreuse forme de la prévoyance (1).

Tel n'est point le cas, quand il s'agit de titres. Le bateau qui les porte, coulerait-il, que le malheur est très réparable ; tout au plus perd-on la libre disposition de ces titres pendant quelques semaines.

1. Voici un exemple d'assurance de guerre :

Pour les assurances contre raids aériens, le Trésor anglais a touché £ 14.070.400 de primes et a versé £ 3.183.200 aux sinistrés (seulement 22 1/2 o/o).

Un autre avantage, très appréciable de l'exportation de titres est la rapidité avec laquelle on peut se créer ainsi des ressources dans les pays neutres.

En effet, durant la guerre, il aurait fallu plusieurs années à l'Angleterre pour fabriquer et envoyer £ 200 ou £ 250 millions de marchandises supplémentaires ; mais l'expédition à New-York de titres américains d'égale valeur ne demanda que quelques mois.

Le portefeuille anglais de titres neutres atteignait très certainement 2 milliards de livres, mais rien n'est si difficile à évaluer.

Dans un discours prononcé à la Chambre des Communes. M. Lloyd George au début de 1915 estimait l'avoir de la Grande-Bretagne aux Etats-Unis à £ 1000 millions et celui du continent au cinquième de cette somme.

M. Lorce, Président du Conseil d'Administration de la « Delaware and Hudson Railway » déclara, par contre, que les étrangers, à la veille de la guerre, ne possédaient pas plus de \$ 3 1/2 milliards de titres de toutes catégories aux Etats-Unis. Ayant eu l'occasion d'examiner les « transfer books » de toutes les Compagnies de chemins de fer américains, il a trouvé que les étrangers détenaient pour \$ 2.576 millions de ces valeurs. A ce chiffre il faut ajouter \$ 150 millions de titres de chemins de fer détenus par les banquiers et courtiers de Wall Street pour le compte d'étrangers. Outre les valeurs de chemins de fer, les étrangers possédaient des valeurs industrielles, municipales et d'Etat. Mais celles-ci atteignaient à peine le quart de la valeur des titres de chemins de fer, d'après les évaluations les plus élevées.

Des chiffres plus raisonnables et situés entre ces deux extrêmes ont été donnés par M. Barton Hepburn, Prési-

dent de la « Chase National Bank » qui estima la dette extérieure des Etats-Unis à \$ 5 milliards dont 4 étaient dus à des Anglais.

Quoiqu'il en soit, le Trésor britannique avait là une arme très puissante pour lutter contre la baisse de la livre. Sa politique, en ce qui concerne l'exportation de titres passa par plusieurs phases.

D'abord ne comptant que sur l'incitation à rapatrier les titres neutres que constituait la baisse de la livre, le Trésor adopta bientôt une politique plus active. Pendant les mois de juillet, août et septembre 1915 il fut le plus gros acheteur de titres de chemins de fer américains au Stock Exchange de Londres. La vente de ces valeurs à New-York lui donna des disponibilités considérables ; la dégringolade de la livre en fut atténuée. Le Trésor, peu satisfait de ces résultats, procéda, d'accord avec le Trésor français à un grand emprunt à New-York. Mais bientôt, devant la médiocrité des résultats obtenus, il arriva par étapes successives à la réquisition des titres neutres dont il avait besoin.

Reprenons une à une les différentes phases de la politique du Trésor britannique.

D'abord il compta sur l'intérêt privé pour qu'une quantité suffisante de titres fût exportée. Avant la guerre l'arbitragiste ou gambiste trouvait moyen de réaliser des bénéfices appréciables même dans le cas de différences minimales dans la valeur d'une monnaie ou d'un titre sur deux marchés différents. Pendant la guerre avec la fermeture des bourses ennemies, les listes noires frappant les bourses neutres, les interdictions dans les pays alliés d'exporter des capitaux et des titres, la lenteur des télégrammes, l'irrégularité des courriers postaux, le gambiste se vit obligé

de n'amorcer une opération que dans le cas seulement de différences importantes qui furent occasionnées durant toute l'année 1915 par la chute continue de la livre à New-York. Pendant la guerre le gambiste de Londres achetait des titres au Stock Exchange pour les revendre à New-York. Ces achats plusieurs fois répétés et pour des sommes considérables provoquèrent une hausse de la valeur des titres américains à Londres. La vente ne se fit plus alors que par les détenteurs de titres, mais le mouvement se ralentit beaucoup, car il y a une foule de capitalistes grands et petits, qui ayant constitué leur portefeuille d'une certaine manière, sont difficilement incités à se défaire d'une catégorie de leurs titres même pour un bénéfice assez important. C'est pour cette raison que tant qu'on n'a pas parlé de réquisition, l'exportation des valeurs américaines ne fut pas aussi importante qu'on aurait pu le croire par l'examen des côtes de la Bourse. Cependant vers septembre 1915 près de £ 150 millions de titres américains avaient été vendus à New-York et la plus grande partie de ces titres provenait d'Angleterre.

Devant l'insuffisante action de l'exportation des titres sur la valeur de la livre à New-York, le Trésor britannique, d'accord avec le Trésor français, chercha à lancer un grand emprunt Franco-Anglais.

A ce moment, la situation était d'autant plus sérieuse qu'à New-York la croyance d'une baisse encore plus forte de la livre était générale. Les commerçants américains suspendirent leurs commandes et les financiers de Wall-Street retardèrent, le plus possible, leurs remises sur Londres. La chute de la livre en fut précipitée. Elle baissa à \$ 4.56 vers mi-septembre. Un emprunt était indispensable. Il n'eut pas, il ne pouvait pas avoir pour but de

ramener la livre et le franc au pair. En débarrassant le marché des changes de la nécessité de trouver des dollars pour le ravitaillement et l'équipement des armées et des flottes alliées, les Trésors français et britannique cherchaient à prévenir toutes nouvelles chutes des devises alliées. En effet, aussitôt que la Commission franco-anglaise débarqua à New-York, la livre montra plus de fermeté. La commission, avant de pouvoir faire appel aux souscripteurs américains, eut à faire face à des difficultés considérables. Elle s'était adressée à la Banque J.-P. Morgan qui déjà, en 1870-1871, avait servi de banquier à la République Française. La Banque forma un consortium qui se chargea de l'organisation de l'emprunt. La résistance des Germano-Américains, des Irlandais et des pacifistes tel que Mr. Ford, fut terrible. Ils retirèrent leurs dépôts des banques faisant partie du Consortium, refusèrent de traiter avec ceux qui n'agirent pas comme eux, financèrent une âpre campagne de presse. Malgré tout et contre tous la Banque Morgan l'emporta. Les dirigeants du mouvement hostile à l'emprunt ne s'y trompèrent pas. Ils visèrent la Banque Morgan dans toutes leurs manifestations(1).

Les conditions de l'emprunt furent les suivantes :

Le montant nominal fut de \$ 500.000.000.

1. On peut lire par exemple dans le *New-York Journal of Commerce* : « On pouvait voir hier de longues processions qui traversaient les quartiers financiers de New-York dans tous les sens. A la tête d'une de ces processions on pouvait lire sur d'énormes panneaux : « La honte de Wall Street. » D'autres processions étaient précédées de panneaux portant : « Le Trust de l'Or prête des millions de liards américains à l'Angleterre, à la France et à la Russie en banqueroute. » Tous ces manifestants s'arrêtèrent devant la Banque Morgan; des badauds vinrent augmenter leur nombre, et il fallut l'intervention de détectives pour débayer les abords de la Banque... ».

L'émission eut lieu le 15 octobre 1915.

Les Gouvernements français et anglais se déclarèrent solidairement tenus du remboursement de la totalité de l'emprunt le 15 octobre 1920.

L'intérêt payable le 15 avril et le 15 octobre de chaque année fut fixé à 5 o/o.

Le Consortium américain achetait les titres à 96 aux Gouvernements français et anglais et les revendit à 98 aux souscripteurs.

Principal et intérêts furent déclarés payables à New-York en monnaies d'or des Etats-Unis sans déduction d'aucune sorte en paiement d'impôts français ou anglais.

La conversion en titres 15-25 à 4 1/2 o/o émis solidairement par la France et l'Angleterre fut stipulée obligatoire à la demande du porteur faite avant le 15 avril 1920.

Ces conditions qui, à l'heure actuelle, paraissent fort douces, furent alors considérées par beaucoup comme fort onéreuses. D'aucuns voulurent insinuer qu'elles constituaient le baromètre du crédit français et anglais. Ceci est ridicule car cet emprunt ne fut pas fait parce que c'est à New-York que l'Entente pouvait obtenir les conditions de prêt les plus favorables, mais dans le seul but de soutenir le cours de la livre et du franc. Cet emprunt fut une opération de change et non une opération de trésorerie.

La réussite de cet emprunt et l'arrêt qui en résulta dans la dépréciation de la livre ne suspendit pas l'action gouvernementale. A la fin de 1915 le pouvoir d'absorption de titres des Etats-Unis fut considérablement augmenté par une clientèle toute nouvelle. Les Etats agricoles, enrichis par la vente à des prix insoupçonnés jusqu'alors de deux récoltes consécutives, commencèrent à chercher un placement pour leurs bénéfices. Ce furent des clients idéaux,

car voulant faire un placement et n'achetant pas en vue de spéculations comme les habitants des Etats industriels, ils allégèrent le marché de New-York et permirent l'envoi de nouveaux titres par l'Angleterre sans provoquer une baisse dans leur valeur.

Le Chancelier de l'Echiquier, Mr. McKenna, voulant profiter des bonnes dispositions de Wall-Street déclara, dans un discours à la Chambre des Communes le 12 décembre 1915, que pour obvier à l'insuffisance de ventes de titres américains il irait jusqu'à la réquisition mais qu'en attendant le Gouvernement était prêt :

1° A acheter les valeurs cotées en dollars au prix du marché et à les payer en obligations du Trésor remboursable dans 5 ans et portant intérêt de 5 o/o.

Ou bien au gré des porteurs.

2° A emprunter les dites valeurs pour une période de deux ans ; à donner aux propriétaires 1/2 o/o en sus de l'intérêt que leur rapportaient leurs titres ; à leur donner en outre le droit de vendre à n'importe quel moment leurs titres à New-York, mais il se réservait aussi le droit de vente en cas de nécessité. Dans ce dernier cas les propriétaires des titres vendus recevraient en livres le prix de vente à New-York, plus une prime de 2 1/2 o/o.

Avant de pouvoir faire ces propositions le Chancelier avait eu de longs pourparlers avec les principaux détenteurs de titres américains, c'est-à-dire les Sociétés d'assurance et les Trust Companies. Le débat, qui suivit à la Chambre des Communes la déclaration de Mr. McKenna, démontra que le point le plus controversé durant les pourparlers avait été le droit que se réservait le Trésor de vendre les titres à lui prêtés. Mr. McKenna désirait satisfaire autant que possible les capitalistes anglais et entrer en possession des

titres américains avec le moins de frictions et d'ennuis. Mais il ne pouvait perdre de vue son but : obtenir des crédits à New-York. Il ne pouvait donc accorder aux porteurs des conditions qui seraient un obstacle à ce but. En d'autres termes, il fallait qu'il pût emprunter à New-York sur les titres qu'il empruntait à Londres. Il fallait pour cela que les titres donnés en gage fussent réalisables. Le Trésor repoussa donc tout amendement à son projet et procéda sans retard à l'achat et à l'emprunt des valeurs américaines, des Sociétés d'assurance et des Trust Companies.

Un avis placé dans la *London Gazette* du 21 décembre 1915 avise que la prise de possession des titres des gros porteurs prendrait fin le 31 décembre 1915 et qu'à partir du 1^{er} janvier 1916 le Trésor pourrait s'occuper des offres provenant des personnes privées. Aucune liste de titres ne fut alors donnée, mais les indications suivantes guidèrent les porteurs de titres américains.

1^o Aucun titre libellé autrement qu'en dollars ne sera accepté, à moins qu'il soit convertible en dollars au gré du porteur ;

2^o Aucune obligation municipale ou de chemins de fer ne sera acceptée si les coupons n'ont pas été régulièrement honorés ;

3^o Les actions et obligations industrielles ne seront pas en règle générale, acceptées à moins qu'ils ne s'agisse de puissantes corporations telle que le U. S. Steel Trust ;

3^o Tout porteur de valeurs américaines est prié avant tout d'offrir ses titres au Trésor, cependant il peut aider à atteindre le but visé en vendant les dits titres sur le marché et en employant le prix de vente en achat de valeurs émises par le Trésor britannique.

L'influence de ces mesures sur le cours de la livre fut presque instantanée. Dès le début de janvier 1916 on

remarqua une amélioration considérable de la livre à New-York. Il était encore trop tôt pour que le Trésor eût pu procéder à des ventes de titres. La certitude que des masses considérables de valeurs américaines allaient bientôt arriver à New-York avait suffi pour obtenir un si beau résultat.

Pour soutenir l'ampleur de ce mouvement le Trésor fit un nouvel effort. Les prix maxima du Stock-Exchange furent supprimés. Les meilleures valeurs anglaises tombant à un prix raisonnable attirèrent des acheteurs. A la veille de la guerre les obligations 4 o/o des chemins de fer anglais étaient un peu au-dessus du pair ; les obligations équivalentes américaines oscillaient entre 97 et 98. Au début de 1916, ces deux catégories de valeurs avaient subi une baisse, mais tandis que les premières étaient offertes au-dessous de 80, les secondes, grâce au change, maintenaient leur prix de 97 à 98 à Londres. On pouvait donc obtenir une notable augmentation de revenu en vendant les valeurs américaines et en les remplaçant par leur équivalent anglais.

Toutes les concessions faites par le Trésor furent inutiles. Les porteurs de titres américains ne répondirent pas avec tout l'empressement désirable à l'invitation du Trésor. M. McKenna adopta alors la première des mesures de coercition qui devait l'amener moins d'un an plus tard à la réquisition. Le lundi 29 mai 1916, dans un discours à la Chambre des Communes, il déclara que l'impôt sur le revenu serait aggravé de deux shillings sur tout revenu provenant des valeurs que le Trésor s'était déclaré prêt à acheter ou à emprunter (1). Il ajouta que si cette surtaxe

1. Le Trésor ne veut pas acheter les actions ordinaires du Canadian Pacific Railway dont la majeure partie se trouve en Angle-

était insuffisante, il était résolu à l'aggraver et à la porter à cinq, dix et même vingt shillings, c'est-à-dire à aller jusqu'à la confiscation du revenu tout entier des titres qui n'étaient pas mis à la disposition du Trésor. Cette menace eut un effet immédiat. Une nuée de porteurs de titres assiégea dès le lendemain les bureaux du « National Debt Office ». Les ventes de titres neutres et les achats de valeurs purement anglaises furent si considérables qu'une hausse importante en fut la conséquence pour ces dernières.

Le Trésor usa très peu de la faculté de vente qu'il s'était réservée. Malgré le pouvoir d'achat chaque jour grandissant des Etats-Unis, il fallait craindre la dislocation du Stock Exchange de Wall Street sous des ventes de plusieurs centaines de millions de livres. Jusqu'en octobre 1916, il se contenta d'avances à très courts délais contre garantie de titres américains. Mais dès juillet Londres avait commencé à discuter avec le groupe Morgan les modalités d'une série d'emprunts. Devant la nécessité de disposer aussi de titres autres qu'américains, le Trésor britannique publia, le 12 août, un nouveau système de mobilisation de titres, qui est connu sous le nom de « Scheme B. » les dispositions concernant les titres américains prenant le nom de « Scheme A. ».

Le Trésor demandait le prêt des titres neutres jusqu'au 31 mars 1922 se réservant le droit de rendre les dits titres à partir du 31 mars 1919 après préavis de trois mois. Le Trésor s'engagea à verser aux propriétaires en rénumé-

terre. Il est cependant prêt à les emprunter. Il est en effet, au point de vue politique, peu désirable de voir des étrangers maîtres de cette importante voie ferrée. En conséquence la surtaxe de 2 shillings ne leur fut pas appliquée.

ration du prêt consenti, tous dividendes ou intérêts provenant de leurs titres plus $1/2$ o/o de la valeur nominale des titres. Il se réserva le droit de vendre à n'importe quel moment ces titres, mais dans ce cas le prêteur continua à toucher ses dividendes ou intérêts plus $1/2$ o/o jusqu'à ce que le prêt prit fin par la livraison de titres identiques ou par le paiement de leur contre-valeur calculée au cours du 11 août 1916 plus 5 o/o. Les valeurs américaines, déposées sous le « Scheme A. » pouvaient bénéficier de ces dispositions à la demande de leurs propriétaires.

Les valeurs neutres que le Trésor voulait obtenir étaient : des rentes et des actions et obligations de chemins de fer de l'Argentine ; des rentes 1898 brésiliennes ; des rentes et différentes valeurs de chemins de fer du Canada ; des rentes et obligations municipales égyptiennes, scandinaves, japonaises, hollandaises et suisses.

Dans le cas où un déposant voulait réaliser ses titres, il pouvait vendre son certificat de dépôt au Stock Exchange de Londres.

S'étant ainsi assuré un large approvisionnement de titres américains et neutres le Trésor signa le 15 août à New-York avec MM. J.-P. Morgan and Co un projet d'emprunt de 250 millions.

Les conditions de cet emprunt furent les suivantes :

1^o Emprunt or de \$ 250 millions, 5 o/o. Emission le 1^{er} septembre 1916 à 98 au syndicat Morgan, qui le revendra à 99 au public, remboursable le 1^{er} septembre 1918, mais le Trésor britannique se réserva le droit de rembourser à 101, en partie ou en totalité à n'importe quelle date avant le 1^{er} septembre 1917 et à 100 $1/2$ jusqu'au 1^{er} septembre 1918.

Principal et intérêt furent déclarés payables à New-York

en monnaies d'or des Etats-Unis sans aucune déduction d'impôts anglais présents et futurs ;

2° L'emprunt fut gagé par des titres approuvés par J. P. Morgan & Co et déposés à la « Farmers Loan and Trust Co of New-York City. » La valeur minimum de ces titres calculée au cours du jour fut de \$ 300 millions ;

3° Il fut stipulé que le gage détenu par le Trust Co ne devait jamais tomber à moins de 120 0/0 du montant de l'emprunt encore en circulation. Le Gouvernement anglais pouvait procéder à la vente des titres, mais il devait obligatoirement en employer le produit au rachat de l'emprunt.

Le succès de cet emprunt décida le Trésor britannique à en lancer un second à bref délai. L'accord se fit rapidement avec le groupe Morgan et l'on procéda au 1^{er} novembre 1916 à l'émission d'un emprunt de \$ 300 millions.

Les principales conditions de cet emprunt furent les suivantes :

1° L'emprunt fut divisé en deux tranches d'égale valeur. L'une fut émise à 99 1/4 et fut remboursable dans trois ans, l'autre fut émise à 98 1/2 et fut remboursable dans cinq ans. Le syndicat acheta les titres à 1 1/2 0/0 au-dessous de ces prix. Le taux d'intérêt était de 5 1/2 0/0.

2° Les titres remis en gage eurent une valeur de \$ 360 millions ;

3° L'emprunt fut déclaré rachetable avant les échéances, en tout ou en partie, sur paiement d'une prime de 1 0/0 pour chaque année ou partie d'année restant à courir ;

4° Toutes les autres conditions furent semblables à celles du premier emprunt.

Le succès du second emprunt fut encore plus considérable que celui du premier. La clôture de la souscription

publique fut prononcée trois jours avant la date fixée primitivement.

Tout semblait marcher bien, et on avait enfin l'impression que le Trésor britannique avait trouvé le meilleur moyen de régulariser le cours de la livre sur le marché neutre le plus important. C'est à ce moment que la Federal Reserve Board of the U. S. A. publia une circulaire qui eut un retentissement considérable et plutôt douloureux dans les milieux financiers alliés. Cette circulaire, qui parut à la fin de novembre, disait entre autre chose : « Le « Board » n'approuve pas l'opinion largement exprimée ces derniers temps que de nouvelles importations d'or auraient pour conséquence nécessaire un dangereux bouleversement dans ce pays. Il n'y aura danger que si l'or ainsi importé est laissé sans contrôle et devient la base de nouveaux crédits et le point de départ d'une nouvelle ère d'inflation... Le « Board croit remplir son devoir en avertissant les banques qu'il croit que tout achat de bons de Trésor étranger est contraire aux intérêts du pays... Il n'y a pas à craindre une diminution sensible dans le volume de nos affaires, car il existe encore en Europe pour des centaines de millions de dollars de valeurs tant américaines qu'étrangères que nos capitalistes sont prêts à acheter. »

La lecture de cette circulaire fit dire à beaucoup de personnes que c'était là une victoire des Germano-Américains, mais à cette époque l'inflation et l'esprit de spéculation avaient fait de tels progrès aux Etats-Unis qu'on ne peut que qualifier de sage les conseils donnés par le « Federal Reserve Board. » En tout cas cette nouvelle politique financière, ne pouvait que rendre plus rude la tâche déjà si ardue qu'avait entreprise l'Angleterre.

Pour obvier à ces nouvelles difficultés le Trésor demanda et obtint deux emprunts de \$ 50 millions au Japon. Et il se décida à avoir recours à la réquisition des valeurs neutres.

Le 20 décembre le système de mobilisation de valeurs américaines d'après le « Scheme A. » fut abandonné. Toutes les valeurs prêtées le furent d'après le « Scheme B. » qui fut modifié de façon que les prêteurs de titres eussent le droit de les faire vendre par le Trésor à n'importe quel moment.

Le 25 janvier 1917, le Trésor obtint du Parlement les pouvoirs nécessaires pour réquisitionner toutes les valeurs qui ne lui avaient pas été encore remises.

En attendant le vote de cette loi un troisième emprunt fut obtenu du groupe Morgan aux conditions suivantes :

1^o L'emprunt fut de \$ 250 millions, 5 1/2 0/0. Il y eut deux tranches. La première de \$ 100 millions remboursable en un an, fut émise à 99.52, la seconde de \$ 150 millions, remboursable en deux ans, fut émise à 99.07. Cet emprunt fut déclaré convertible à tout moment, à la demande des porteurs faite avant les échéances, en rentes 5 1/2 0/0, remboursable en vingt ans. Ces bons pouvaient être remboursés avant les échéances à 101 plus l'intérêt courant pour ceux d'un an, et à 102 plus l'intérêt courant jusqu'au 1^{er} février 1918 et à 101 plus l'intérêt courant après cette date pour ceux de deux ans.

2^o Des titres d'une valeur minimum de \$ 300 millions furent déposés par le Trésor anglais ;

3^o Toutes les autres conditions furent semblables à celles du premier emprunt.

L'Angleterre n'abandonna pas complètement les marchés hollandais et scandinaves. Plusieurs accords furent signés avec ces pays mais ils ne pouvaient pas avoir l'importance

des opérations faites à New-York par l'entremise de la Banque Morgan.

Enfin le 17 février 1917 le Trésor, par un premier Ordre en Conseil demanda à toutes personnes possédant ou détenant à un titre quelconque les valeurs neutres dont une liste fut annexée à l'Ordre, de les lui livrer dans le mois. Il promit d'indemniser le détenteur des titres sept jours après les avoir reçus. Un barème de prix fut annexé à l'Ordre en Conseil.

Dans le cas où les dites valeurs n'auraient pas été délivrées avant le 18 mars 1917, sans préjudice des condamnations que les Tribunaux pourraient prononcer, le Trésor se réserva le droit de n'offrir en compensation que telle somme qui lui paraîtra convenable et non plus celles établies par le barème. Les seules personnes, qui furent autorisées à ne pas livrer leurs titres neutres, sont :

1° Les personnes non habituellement domiciliées en Angleterre et détenant leurs titres à l'étranger ;

2° Les personnes dont les titres se trouvaient à l'étranger et constituaient le gage d'un emprunt fait avant le 29 mai 1916 ou après cette date si l'autorisation du Trésor avait été obtenue.

L'ordre de réquisition frappa donc la presque totalité des titres neutres de l'Angleterre.

Mais l'énorme effort anglais, tendant à trouver pour elle et pour tous les alliés les dollars indispensables à la poursuite de la guerre, devait enfin prendre fin. En avril, les Etats-Unis se rangeaient aux côtés de l'Entente.

Durant les deux années et demi que l'Angleterre eut à lutter contre la baisse de la livre à New-York, elle emprunta \$ 1.131.400.000 aux Etats-Unis au moyen d'un emprunt fait par les banques londoniennes, d'un emprunt

anglo-français et de trois emprunts garantis par près d'un milliard de dollars de titres américains et neutres. Elle venait de prendre les mesures les plus draconiennes pour poursuivre cet effort quand, heureusement, l'Amérique déclara la guerre à l'Allemagne. Les Etats-Unis fournirent largement à leurs alliés les dollars nécessaires au paiement des achats effectués sur leur territoire, mais l'Angleterre dut continuer à trouver, pour elle et pour ses alliés européens, les devises neutres indispensable pour la conduite vigoureuse de la guerre.

c) **Les avances consenties par le Trésor américain.**

— « Ce n'est un secret pour personne que toutes nos ressources en dollars étaient à peu près épuisées au moment où les Etats-Unis se rangèrent à nos côtés. » Cette déclaration faite le 25 juillet 1917 par M. Bonnar Law, Chancelier de l'Echiquier, fut reçu avec stupeur par les Communes. L'abstention de l'Amérique aurait donc été un désastre aussi effrayant au point de vu financier, qu'au point de vue militaire. La victoire finale serait certainement venue quand même, mais elle aurait trouvé tous les alliés dans un état d'épuisement extrême.

Nous verrons ici rapidement la mesure de l'aide accordée par les Etats-Unis aux Alliés. La Balance commerciale (1) en faveur des Etats-Unis s'élevait pour les deux années 1917 et 1918 à \$ 7.145 millions, dans ses relations avec l'Europe seulement. La plus grande partie de ce chiffre était le résultat des importations de l'Entente.

1. Voici d'après le Board of Trade américain les chiffres en millions de dollars des transactions avec l'Europe.

Importations :

Exportations :

1913: 895	1915: 615	1917: 614	1913: 1465	1915: 1966	1917: 4433
1914: 898	1916: 618	1918: 415	1914: 1472	1916: 3103	1918: 3741

Dès la première quinzaine d'avril 1917 le Congrès autorisa les avances aux Alliés jusqu'à un maximum de \$ 3.000 millions. Ce maximum fut progressivement augmenté à \$ 10 milliards à la fin de 1919. Le 27 avril 1917 une première avance de \$ 200 millions était consentie à la Grande-Bretagne, bientôt suivie d'un nombre considérable d'autres. La France, l'Italie, le gouvernement de Kerensky et tous les autres alliés furent aussi largement pourvus de dollars.

Suivant en cela, l'exemple de l'Angleterre, les Etats-Unis ne demandèrent pour les avances aux Alliés qu'exaement le taux d'intérêt qu'ils payaient aux souscripteurs américains, mais à partir du 24 septembre 1917, le Trésor américain demanda un intérêt de $1/4$ 0/0 supérieur à celui qu'il payait pour se couvrir de ses frais d'émission.

Toutes ces avances furent stipulées remboursables au fur et à mesure que les emprunts américains arrivaient à échéance.

Pendant cette période de deux ans et en 1919, au cours de la démobilisation de l'armée américaine, la Grande-Bretagne remboursa plusieurs centaines de millions de dollars en assurant le transport (1), aller et retour de la plus grande partie de l'armée et du matériel que les Etats-Unis envoyèrent en France.

d) L'action du Trésor et de la Banque d'Angleterre.
— L'inflation avait créé en Angleterre des disponibilités si importantes qu'il en fallait craindre une exode importante vers les pays neutres.

Grâce aux mesures prises durant presque toute la guerre la seule chose qui influença le coût des capitaux dans Lombard Street fut le taux payé par le Trésor. Les impor-

1. Une rémunération de \$ 65 par soldat transporté fut promise par le Trésor américain.

tations et les exportations d'or, les mouvements des devises étrangères, facteurs prépondérant d'avant-guerre, passèrent au second plan.

Au point de vue du change la situation ne devint dangereuse pour le marché de Londres que vers la fin de 1914, quand les Joint Stock Banks, revenus de leur frayeur, commencèrent à chercher un placement pour les énormes disponibilités qu'elles s'étaient créées. Mais le Trésor veillait.

A l'ouverture du Stock Exchange le 4 janvier, la vente en Angleterre des titres qui n'y étaient pas domiciliés le 30 septembre 1914 fut prohibée. Le 17 janvier il interdit l'émission de nouveaux titres et déclara qu'aucune dérogation ne serait admise pour l'étranger (1).

Pour rendre possible l'application de ces prohibitions, le Trésor modifia son système d'émission de bons. Il n'eut plus recours aux adjudications. Il invita, à partir d'avril, les banques et le public à demander à la Banque d'Angleterre des bons du Trésor pour n'importe quel montant et à un taux d'intérêt fixé d'avance (2). En somme il adopta le système français. De très beaux résultats furent ainsi obtenus ; en six mois £ 160 millions furent immobilisés.

Enfin vers le milieu de 1915 grâce au second emprunt et aux exportations d'or ou sembla avoir liquidé la situation

1. Cependant on peut relever une exception importante en mai 1915. La « Central Argentine Railway » fut autorisée à émettre des obligations. Presques tous les actionnaires étaient Anglais. On aurait mis la société dans de graves embarras en lui refusant un emprunt.

	A. partir d'avril	du 9 août	du 27 août	du 12 nov 1915
2. Bons à 3 mois. . .	2 3/4	4 1/2	4 3/4	5
Bons à 6 mois. . .	3 5/8	4 1/2	4 7/8	5
Bons à 9 et 12 mois.	3 3/4	4 1/2	5	5

créée en août 1914. La hausse sur le marché libre rendit effectif le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.

Ce résultat fut de courte durée. Les progrès de l'inflation étaient tels que bientôt la situation devint plus grave que jamais. Cependant pour ne pas porter un coup trop rude au Stock Exchange, pour ne pas lui enlever son caractère de marché international, le Trésor donna au Comité du Stock Exchange tout pouvoir pour réglementer la vente des titres non domiciliés dans les Royaumes-Unis au 30 septembre 1914. Le Comité prit donc le 13 avril 1916 la décision de permettre la vente de ces titres aux conditions suivantes :

1^o La vente ne doit pas intéresser ni directement, ni indirectement un sujet d'une puissance ennemie (1) ;

2^o Le produit de ces ventes doit être employé en achat de valeurs émises par le Trésor britannique, qui seront immobilisées et ne pourront être ni vendues, ni données en gage jusqu'à la fin des hostilités.

Pour empêcher l'exportation des capitaux anglais, qui malgré tout s'accumulaient, le Trésor anglais, s'efforça d'élever le plus possible le taux d'escompte effectif sur le marché de Londres, et au contraire de le faire baisser le plus possible sur les marchés neutres.

Il obtint ces résultats d'une part grâce aux emprunts directs faits par la Banque d'Angleterre aux Joint Stock Banks et à l'émission de bons de trésor à un taux de plus en plus élevé, d'autre part en exportant des quantités considérables d'or. On espérait ainsi non seulement payer une partie de la dette extérieure mais aussi créer une telle abondance de capitaux dans tous les pays neutres que le

1. Cette seule condition fut exigée des porteurs français qui étaient libres d'employer à leur guise le produit de la vente.

taux d'intérêt y baissa et entraîna l'exportation à Londres de toutes les disponibilités.

On remarqua par exemple au cours du printemps 1916 un afflux de florins à Londres, ce qui ne contribua pas peu au raffermissement de la livre à Amsterdam à cette époque. Mais sur le marché américain le même résultat ne fut obtenu que d'une façon très provisoire. Jusqu'au 1^{er} janvier 1917, les Alliés envoyèrent £ 212 millions d'or aux Etats-Unis. Ils y empruntèrent £ 423 millions (1). Pour créer £ 423 millions de crédit il n'est nécessaire aux Etats-Unis que d'une somme de £ 63 millions (2).

Le paiement de l'Income tax du 23 juin au 7 juillet 1916 réduisit les disponibilités des « New-York Clearing banks » à £ 12 millions, ce qui causa la hausse à 6 o/o du taux courant appliqué au marché de l'escompte. En une semaine £ 3 millions d'or furent enlevés à la Banque d'Angleterre et envoyés à New-York. Craignant pour son stock d'or la Banque éleva à 6 o/o son taux le 13 juillet. Mais dès le 22, grâce aux capitaux affluant de toutes parts les disponibilités des banques new-yorkaises étaient montées à £ 22 millions et le taux d'escompte fut baissé à 2 1/2 o/o à New-York. Le taux de 6 o/o fut maintenu à Londres. Une très forte importation de capitaux américains s'en suivit. Les disponibilités des banques new-yorkaises tombèrent de £ 24.820.000 le 4 novembre à £ 8.200.000 le 1^{er} décembre. Le taux d'escompte y atteignit 15 o/o sur le marché libre. New-York ne renouvela pas ses avances et en exigea le remboursement.

1. Royaumes-Unis £ 177 millions ; France £ 145 millions ; Canada £ 62 millions ; Russie £ 34 millions ; Italie £ 5 millions.

2. Discours de Sir Edward Holden de la London City and Midland Bank le 26 janvier 1917.

Il est extraordinaire qu'une pareille disette de capitaux fût possible après des importations d'or qui atteignaient £ 200 millions le 1^{er} décembre. On aurait pensé que les Reserve Banks auraient cherché à justifier leur raison d'être en venant au secours du marché. Elles n'en firent rien et il fallut des envois d'or de Londres et du Canada pour rétablir la situation. Tout ce que les banques new-yorkaises obtinrent de la Federal Reserve Board fut le conseil d'arrêter les avances à l'étranger, les changes ne devant être maintenus que par des importations d'or et de valeurs.

Pour ne pas rendre les conditions du troisième grand emprunt par trop onéreux la Banque d'Angleterre baissa son taux de 6 à 5 1/2 o/o le 18 janvier 1917. La vente des bons de 3, 6 et 12 mois fut suspendue. L'emprunt eut un succès éclatant. Le Trésor remboursa £ 640 millions de bons. L'on arriva ainsi à l'entrée en guerre de l'Amérique et la Banque put baisser son taux d'escompte à 5 o/o, le 5 avril 1917.

A partir de cette date le Trésor et la Banque décident une modification profonde dans leur politique financière. Le Gouvernement était le maître absolu du marché. Il pouvait fixer le taux auquel il voulait emprunter. Une compression du taux accordé au marché interne fut décidée. D'après ce nouveau système, l'argent neutre devait recevoir une rémunération spéciale aux frais du Trésor. Un pareil arrangement parut fort réalisable, le Gouvernement connaissant le montant exact des disponibilités neutres à Londres.

Dès le 26 février 1917, la Banque d'Angleterre amorça l'opération en baissant de 1/2 o/o le taux d'intérêt qu'elle accordait aux Joint Stock Banks pour leurs avances. Agis-

sant parallèlement, le Trésor reprit ses émissions de bons le 19 juin 1917. Ils furent offerts à $4\frac{1}{2}$ 0/0 (1). Le 15 novembre la Banque déclara qu'elle donnerait $4\frac{1}{2}$ 0/0 pour tout argent neutre qu'on lui porterait. La réduction du taux interne qui aurait dû naturellement accompagner cette déclaration n'eut lieu que le 27 décembre : le taux des bons de Trésor fut réduit alors à 4 0/0.

Mais la crainte de voir le marché profiter de la baisse du prix des disponibilités anglaises pour les employer à l'étranger amena le Gouvernement à prendre une autre décision d'une grande importance. Par un Ordre en Conseil (2) du 21 décembre 1917 il fut interdit d'exporter des capitaux anglais.

Voici en quels termes ce décret fut rendu :

« Toute personne habitant le Royaume-Uni ne devra pas sans
« l'autorisation écrite du Trésor, soit directement, soit indirectement, pour son propre compte ou pour le compte de toutes
« autres personnes résidant dans le Royaume-Uni :

« 1° Faire une remise quelconque hors le Royaume dans le
« but.

« a) De souscrire à tout emprunt ou émission faite hors le
« Royaume-Uni ;

« b) Ou, d'acheter des valeurs mobilières, des propriétés
« immobilières ou des marchandises qui ne se trouvent pas
« dans le Royaume-Uni ;

« c) Ou, d'acheter dans un but de spéculation ou comme un
« placement des devises étrangères ;

« 2° Ou, offrir de prendre part, ou prendre part à l'une quelconque des transactions ci-dessus entraînant des remises hors
« le Royaume-Uni.

1. Les bons avant janvier 1917 étaient à 6 0/0. Le taux de $4\frac{1}{2}$ 0/0 ne dura que quelques jours. Des besoins pressants d'argent forcèrent le Trésor à élever ce taux à $4\frac{3}{4}$ 0/0 dès le 3 juillet.

2. Section 41 D of the Defense of the Realm Regulations,

« Tout banquier ou personne agissant en cette qualité devra
« avant toute remise à l'étranger pour le compte d'une per-
« sonne habitant le Royaume-Uni, exiger de cette dernière une
« déclaration écrite sur l'objet de cette transaction.

« Le Trésor considérera tout achat, ou offre d'achat de devises
« étrangères comme ayant pour but un acte de spéculation ou
« un placement à l'étranger et ceci jusqu'à preuve du con-
« traire... »

Il est étonnant que le Trésor n'ait pas pris cette mesure plus tôt. Un mois après sa promulgation on s'aperçut qu'elle opérait très bien et n'empêchait aucunement les opérations commerciales légitimes. Le sentiment d'inquiétude qu'elle avait occasionné fut ainsi dissipé.

S'étant ainsi assuré contre les conséquences fâcheuses que sa nouvelle politique pouvait entraîner, le Trésor l'accentua encore en réduisant le taux d'intérêt des bons à 3 1/2 o/o.

Cette distinction entre les capitaux anglais et neutres économisa des sommes considérables aux contribuables anglais.

CHAPITRE III

CRITIQUES DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE DU GOUVERNEMENT ANGLAIS

Malgré l'obligation primordiale qu'avait le Gouvernement anglais de faire face aux nécessités de la guerre, il n'aurait jamais dû perdre de vue l'importance vitale que présentait pour l'Empire Britannique la conservation du marché libre d'or de Londres.

Toutes les critiques qu'on peut adresser au Gouvernement anglais tournent autour de sa politique inflationniste.

L'inflation augmente le coût de la guerre en obligeant le Trésor à rembourser, avec une monnaie ayant une valeur plus normale, l'argent déprécié qu'il a emprunté. Elle jette le poids de la guerre sur les personnes qui sont le moins capables de le supporter, en provoquant une hausse générale des prix. Elle énerve le pays en lui montrant partout des profiteurs de la guerre. Elle rend très difficile le problème du maintien d'un marché libre d'or.

Cette manière de financer une guerre est si injuste, si dangereuse qu'on ne pourrait la qualifier que de criminelle si toutes ses conséquences avaient apparu nettement au Trésor.

Avant tout une question se pose. Pouvait-on mener à

bonne fin une guerre de quatre ans entre grandes puissances européennes sans avoir recours à l'inflation ?

Il est difficile de répondre d'une manière absolue. En tout cas il est à peu près certain qu'on aurait pu n'avoir recours à l'inflation que bien plus tard et dans des proportions bien moindres. Pour pouvoir juger sainement de la question il ne faut pas oublier que sans la hausse des prix provoquée par l'inflation, la guerre n'aurait pas coûté beaucoup plus de la moitié de son prix actuel. Pour ses besoins et pour ceux de ses alliés l'Angleterre a dû trouver £ 8 milliards. Sans l'inflation une somme d'environ £ 5 milliards aurait été certainement suffisante. Si l'on se rappelle qu'en 1913 on évaluait le revenu de toute la nation à près de £ 2 milliards, l'on voit qu'en ayant recours aux impôts d'une manière plus énergique, l'Angleterre aurait pu payer la plus grande partie de ses dépenses au fur et à mesure qu'elles étaient engagées. Les emprunts n'auraient été nécessaires que pour les achats à l'étranger. Même dans le cas d'une baisse importante dans le revenu national à la suite de la conscription générale, on n'aurait pas eu besoin d'avoir recours à l'inflation d'une manière aussi désordonnée.

La politique financière des belligérants de la Grande Guerre sera peut-être un des plus grands sujets d'étonnement de l'historien de l'avenir. Il ne comprendra pas que des peuples civilisés aient pu attacher plus d'importance au droit de propriété qu'à la vie humaine. Reconnaître à la communauté le droit d'appeler sans compensation tous les hommes valides sous les armes et lui dénier celui de réquisitionner dans les mêmes conditions les vivres, le matériel, les munitions nécessaires à la défense nationale semble être un véritable défi à la logique. Presque tous les belli-

gérants ont fait preuve durant cette guerre d'un patriotisme et d'un esprit d'abnégation qui leur firent accepter sans murmurer toutes les décisions de leurs dirigeants. La réquisition sans indemnités de toutes les usines et des ingénieurs et ouvriers nécessaires à leur fonctionnement aurait été acceptée de même, si la certitude qu'on reviendrait à l'ancienne organisation sociale aussitôt la fin des hostilités avait pu être donnée aux peuples. Si l'application de ce programme était malaisée, il eût été facile en Angleterre d'obtenir un résultat approchant grâce au vote dès 1915 du budget de 1918. Des impôts aussi considérables auraient permis le règlement de la plus grande partie des dépenses de guerre. La vue d'un tel courage fiscal aurait eu pour résultat la mise à la disposition de l'Angleterre de toutes les disponibilités des neutres à des conditions bien plus favorables que celles qui lui furent imposées.

Mais l'on préféra avoir recours largement aux emprunts. On espérait ainsi faire payer la plus grande partie des frais de guerre aux générations à venir. Il est juste, disait-on, que devant profiter des résultats d'une guerre qui nous a coûté tant de sang nos petits fils en paient au moins les frais. Sans chercher à discuter si l'on peut ainsi, à volonté, remettre à plus tard le paiement des dépenses occasionnées par une guerre nous ne pouvons que nous élever contre l'injustice d'un pareil procédé. Chaque génération a ses dépenses exceptionnelles sous forme de guerres, de réformes sociales, de grands travaux publics. Il faut donc que chaque génération paie, ou cherche à payer autant que possible la totalité des dépenses qu'elle a engagées ou qu'on l'a obligée à engager.

Quel que put être le résultat heureux d'autres directives,

il nous semble nécessaire de voir les conséquences de la politique ou plutôt du manque de toute politique financière du Gouvernement anglais. D'un bout à l'autre de la guerre on ne voit qu'improvisations, quelquefois heureuses, il faut le reconnaître, mais alors le plus souvent prises sous la pression de l'opinion publique (1).

Il serait intéressant d'étudier l'inflation à deux points de vue : au point de vue de son influence sur les prix et au point de vue de son influence sur les changes pendant et après la guerre. Une hausse générale des prix ne peut être expliquée que par la rareté des marchandises. Pour beaucoup d'articles, cette rareté n'a pas existé et cependant leurs prix ont considérablement haussé. Un facteur d'ordre général a donc influé sur tous les prix. Ce facteur, c'est l'inflation. On a cherché à le nier pour l'Angleterre. On a dit : En septembre 1917, il y avait £ 170 millions de Currency Notes en circulation. A la même époque les chiffres des Clearings de Londres et des provinces atteignait £ 2.700 millions par mois. Quel pouvait être l'influence de £ 170 millions de billets sur des marchandises s'échangeant au taux de £ 2.700 millions par mois ? On a ajouté : le total des opérations au Clearing de Londres s'élevait à £ 16.436 millions pour l'année 1913. Il était de £ 13.408 millions en 1915, de £ 15.276 millions en 1916, de £ 19.121 millions en 1917. Le plus curieux c'est qu'il y eut une hausse importante de prix en 1915 et en 1916 et qu'au contraire, les prix semblèrent se tasser en 1917. Il est donc impossible, concluait-on, de trouver des relations de cause à effet entre l'inflation et la hausse des prix.

1. C'est ainsi que la méthode qui consiste à permettre la souscription d'une manière continue à un emprunt de consolidation ne fut adopté en 1917 qu'après un an de campagne dans l'*Economist*.

C'est là un triomphetrop facile. Le chiffre de £ 16.436 millions atteint en 1913 est le résultat de l'addition de deux espèces distinctes de chèques : ceux émis pour l'achat de marchandises, le paiement de services rendus, etc., et ceux émis pour régler les opérations financières au Stock Exchange et au Money Market. Pendant les années 1915 et 1916 les opérations financières telles que achats, ventes, émissions de titres et prêts à courtes échéances au money-market, furent réduites au minimum. La plus grande partie des chèques qui furent compensés en 1915 et 1916 avait donc une origine qui les rendait susceptibles d'influer sur les prix. Quant à l'arrêt de la hausse des prix pendant les premiers mois de 1917, il fut malheureusement momentané.

Nulle doute que quelle que fut la politique financière du Gouvernement la hausse des prix était inévitable. Mais on aurait pu la limiter, la rendre moins générale et moins rapide. Les procédés inflationnistes chassèrent l'or de la circulation et furent en grande partie cause de son exportation. Les pays neutres reçurent d'abord cet or avec plaisir, mais ils virent bientôt la hausse des prix s'étendre chez eux. C'est ainsi que le monde entier a connu la vie chère.

Une fois dans l'engrenage il devint difficile de se dégager. La cherté sans cesse croissante de tout ce qui servait à la poursuite de la guerre obligea les divers gouvernements à développer de plus en plus le système financier ruineux auquel ils avaient eu recours (1).

1. L'idéal d'un inflationniste est certainement réalisé par le Gouvernement des Soviets. On n'imprime plus en Russie de billets d'une valeur inférieure à 250 roubles. Le prix de revient d'un billet de 100 roubles est supérieur à sa valeur nominale.

L'état d'esprit occasionné par l'inflation peut se mesurer après lecture du passage suivant d'un discours prononcé en octobre 1917 par

Pour revenir à un état plus normal on dispose de plusieurs moyens dont le plus efficace est une intensification de la production sans une augmentation parallèle des profits ou des salaires.

N'ayant pas eu le courage d'appliquer pendant la guerre le maximum d'impôts que le pays pouvait supporter dans sa tension patriotique, le Gouvernement anglais s'est vu obligé d'accabler de charges tous les contribuables au moment où une lutte implacable devenait nécessaire contre les neutres déjà maîtres de tous les marchés.

D'une façon générale on peut donc dire que l'inflation durant la guerre a non seulement mis en danger le résultat final de la guerre (1) mais a rendu presque inextricable les problèmes de l'après-guerre.

Trois Chanceliers de l'Echiquier se sont succédés pendant la guerre. Leur action montre qu'on n'a pas ignoré les dangers qu'entraîne l'inflation. Toutefois aucun d'eux n'eut assez d'énergie pour avoir recours à autre chose qu'à des palliatifs.

Le Gouvernement à chaque emprunt remboursa des masses considérables de bons de Trésor et une partie importante des avances de la Banque d'Angleterre ; il lutta longtemps pour conserver leur caractère de convertibilité aux

M. William Straker, un des chefs reconnus des mineurs du Comté de Northumberland.

« ... Après tout, les coupons des emprunts sont payés finalement « en marchandises. De telle sorte que plus le prix des marchandises « est élevé, moins le fardeau de l'emprunt est grand. Cela étant, il « s'en suit que la politique financière la plus parfaite consiste à main- « tenir les prix les plus hauts possible... Mais si les prix sont main- « tenus très élevés, les salaires doivent être proportionnellement « hauts, sans quoi le monde ouvrier se trouverait dans une situation « précaire... »

1. La vie chère a été dans tous les pays un élément de troubles et un sujet de mécontentement qui expliquent bien des défaillances.

currency notes ; au troisième grand emprunt, il demanda aux banques de ne plus y souscrire, mais de se contenter de faciliter les souscriptions de leurs clients. Sans ces tentatives très méritoires l'Angleterre se serait trouvée dans la même situation que les autres belligérants (1).

Si maintenant l'on abandonnait l'examen de la politique générale de l'Angleterre pour entrer dans le détail de certaines opérations, il y aurait bien d'autres critiques à faire.

On ne comprend pas par exemple le maintien des prix minima au Stock Exchange pendant plus de deux ans sur des valeurs émises avant la guerre, alors que les titres des emprunts de guerre jouissaient d'un marché libre. Ce fut là une des raisons de la mauvaise volonté que montrèrent beaucoup de détenteurs de valeurs neutres. L'idée d'avoir en portefeuille des titres presque invendables leur souriait peu.

Il est aussi fort difficile d'expliquer pourquoi le Trésor attendit si longtemps pour n'accorder qu'aux seules disponibilités étrangères une rémunération très élevée. Un des rares avantages de l'inflation, le bas prix des capitaux, fut ainsi abandonné.

Enfin l'interdiction d'exporter des capitaux anglais aurait pu venir beaucoup plus tôt.

On a pu dire avec raison que le Gouvernement anglais, dans la politique qu'il a suivie s'est toujours inspiré de l'idée que la paix viendrait dans les six mois. C'est au début de 1918 qu'il semble avoir changé d'avis à cet égard ! Cette erreur de prévision a été certes pour beaucoup dans les fautes qu'on peut reprocher au Gouvernement anglais.

1. Une exception doit être faite pour la France. L'envahissement de ses plus riches départements la mettait dans l'impossibilité de demander aux impôts beaucoup plus qu'elle ne l'a fait.

Il faut donc reconnaître que se sentant aux prises avec les pires difficultés dues à une guerre sans précédent, le souci de leur trouver une solution l'a trop souvent emporté sur les préoccupations d'ordre général qui devraient toujours guider les dirigeants d'une grande nation.

« Ceux qui gouvernent, a dit Voltaire, sont rarement
« touchés d'une utilité éloignée, tout sensible qu'elle est,
« surtout quand cet avantage futur est balancé par les dif-
« ficultés présentes. »

TROISIÈME PARTIE

Avenir financier de Londres

Une foule de problèmes se posèrent à l'Angleterre immédiatement après l'armistice. On avait répondu.

« C'est l'Allemagne qui paiera ! » à ceux qui pendant la guerre poussèrent à plusieurs reprises un cri d'alarme devant le spectacle de la prodigalité inouïe des services publics et de nombre de particuliers. Les conditions (1) de l'armistice avaient écarté la possibilité de demander une indemnité de guerre. Seuls les dommages de guerre purent être mis à la charge de l'Allemagne.

Il fallait donc payer les frais de guerre et chercher à regagner au point de vue commercial et financier tout le terrain perdu pendant la guerre.

Nous terminerons notre étude sur le change anglais pendant la guerre en exposant rapidement dans cette troisième et dernière partie.

1° Les fluctuations de la livre depuis l'armistice.

2° Jusqu'à quel point Londres a perdu sa suprématie d'avant-guerre.

1. Les quatorze points du Président Wilson.

Les fluctuations de la livre depuis l'armistice. — Le marché des changes durant cette période de deux ans a connu de violentes fluctuations. La livre tomba à New-York à un point qu'elle n'avait jamais atteint même pendant les plus mauvaises journées de la guerre.

Au début de 1919, le Gouvernement déclara avec force, qu'il était indispensable de continuer à appliquer les mesures de restrictions adoptées pendant la guerre. Brusquement, le 21 mars, le Trésor cessa de soutenir la livre à New-York. La « City » s'en montra fort satisfaite. Mais l'effet de cette mesure libérale refroidit les plus enthousiastes. Le 23 on cotait \$ 4.40 et quelques transactions se firent à un taux encore plus bas. Cette chute fut de courte durée ; le 28 on était remonté à \$ 4.55.

Un cours aussi bas mettait en danger le stock d'or de l'Angleterre. Il fallait craindre de voir les neutres exiger le remboursement en or de leurs avances à court terme. Par un ordre en Conseil du 1^{er} avril, l'exportation de l'or en barres et en monnaies fut prohibée. Cette mesure, qui n'avait pas été nécessaire durant la guerre, fut donc prise aussitôt que la livre sterling baissa de quelques points. Il aurait été plus raisonnable d'attendre et de ne défendre l'exportation que si l'on s'était aperçu que les neutres désiraient retirer plus d'or que Londres ne pouvait envoyer.

Quoiqu'il en soit New-York soutenant fermement la livre, on la vit de nouveau à \$ 4.71 le 4 avril.

Mais cette hausse fut très provisoire. La livre baissa lentement d'abord, puis de plus en plus vite et atteignit enfin au début de février 1920, le point le plus bas qu'elle ait jamais connu : \$ 3.20.

Pourtant depuis la fin de juillet 1919 les Etats-Unis

avaient reçu £ 80 millions d'or, dont la plus grande partie de l'Angleterre.

C'est à ce moment que le Chancelier de l'Echiquier annonça à la Chambre des Communes que l'emprunt anglo-français d'octobre 1915 serait remboursé à l'échéance.

Ce que des envois d'or considérables n'avaient pu obtenir fut accompli par l'effet moral de cette annonce. En moins de six semaines la livre était remontée à \$ 4.

Le 15 octobre 1920 fut remboursé à New-York l'emprunt de 1915. Cet emprunt avait donné à l'Angleterre £ 50.820.023. Le remboursement, étant donné la baisse de la livre, coûtait £ 58 millions. Les conditions de cet emprunt furent ainsi aggravées pour l'Angleterre de 1 1/2 0/0 par an.

Durant toute la guerre grâce au maintien du change américain dans des limites raisonnables, mais peut-être surtout, grâce aux sous-marins allemands, la question de la prime de l'or ne s'était pas posée. Ce fut en septembre 1919 que, pour la première fois depuis 1915 le Bullion Market de Londres reçut de l'or envoyé par les mines de l'Afrique Australe. La dépréciation de la livre était alors de 15 0/0 à New-York. Tout le monde crut que la plus grande partie de l'or libre irait aux Etats-Unis. Il est cependant douteux que plus de 3 0/0 de cet or fut acheté par New-York. Pendant les mois de novembre et de décembre 1919, l'or s'est vendu à Londres à des prix tels qu'aucun profit n'était réalisable par son expédition à New-York. La raison de cet étrange phénomène fut les surenchères de l'Inde. Mais dès le début de 1920, les demandes d'or dans les bazars de l'Inde se ralentirent et l'or libre fut en majeure partie acheté pour le compte des Etats-Unis et de l'Argentine. Le prix de cet or libre n'est donc nullement

fixé par le cours du dollar à Londres. Au cours de 1920 c'est l'Amérique qui acheta la grosse masse de l'or libre, mais l'on vit à plusieurs reprises la France et la Belgique en acheter. Londres est donc revenu, dans une faible mesure, il est vrai, à sa situation d'avant-guerre. Elle vend son or, non au pays qui a le change le plus favorable, mais à celui qui est prêt à le payer le prix le plus élevé.

Le prix de l'or pur à Londres qui était avant la guerre de 84 1/4 shillings atteignit ainsi 120 shillings vers la fin de 1920, c'est-à-dire que la hausse fut de 42 0/0 alors que la prime du dollar sur la livre n'a jamais dépassé 34 0/0. Il n'existe pas de marché absolument libre d'or dans le monde en 1920, mais la dépréciation de la livre peut être fixée d'une façon assez précise en prenant le dollar pour étalon.

Au moment où nous écrivons ces lignes, la livre après être retombée à \$ 3.40, s'est relevée à \$ 3.55 et paraît devoir osciller entre ces deux chiffres tant que les traites, émises durant l'automne 1920 pour l'achat de la provision de blé et de coton de l'Angleterre, n'auront pas été payées. Nul doute qu'une amélioration notable de la livre ne soit enregistrée au cours des premiers mois de 1921.

Jusqu'à quel point Londres a perdu sa suprématie d'avant-guerre. — Avant de pouvoir comparer la situation financière de New-York et de Londres, il nous paraît indispensable d'examiner rapidement le chemin parcouru par les Etats-Unis de 1914 à 1920 et d'exposer les effets de deux années de paix sur Lombard Street.

L'histoire économique des Etats-Unis au cours de ces six dernières années nous semble pouvoir être le mieux rendue par l'historique du développement de l'inflation.

On peut diviser la période en vue en trois tranches,

caractérisées chacune par des phénomènes économiques et une politique bancaire distincts : Du 1^{er} avril 1914 au 1^{er} avril 1917 — d'avril 1917 à novembre 1918 — de novembre 1918 à fin 1920.

Au cours de la première période l'augmentation des exportations des Etats-Unis et l'insuffisance des importations provenant de l'Europe eurent pour résultat que le stock d'or de l'Amérique passa de \$ 1.891.611.723 le 30 juin 1914 à \$ 3.018.964.392 le 30 juin 1917 (1).

Cette augmentation du stock d'or eut un résultat immédiat sur l'importance de la circulation fiduciaire. Estimée à \$ 3 1/2 milliards en 1914, elle atteignit \$ 5 milliards en 1917. A son tour la circulation influa sur le montant des comptes courants créditeurs qui passèrent de \$ 13 1/2 milliards en 1914 à \$ 21 1/4 milliards en 1917 (2).

Durant toute cette période la « Federal Reserve Board » resta à peu près passive. Aucune autre attitude n'était possible car les Reserve Banks ne reçurent que peu de demandes de secours. Le 30 mars 1917, l'émission de ces banques jointe aux dépôts étaient garantis par 88.1 0/0 d'or.

Au cours de la deuxième période, le stock d'or des Etats-Unis resta stationnaire ; seulement on remarqua une accumulation dans les coffres des Reserve Banks de l'or en circulation. Comme pour tous les autres pays en guerre l'inflation fut causée au cours de cette période par l'appui accordé par la Banque Centrale aux emprunts gouvernementaux. Le résultat de cette politique peut être immédiatement saisi par un simple coup d'œil sur le tableau ci-dessous.

1. Chiffres donnés dans le rapport de 1918 du directeur de la Monnaie des Etats-Unis.

2. Chiffres donnés par M. G. E. Barnett, professeur de Statistiques au « Johns Hopkins University ».

Actif et Passif des Federal Reserve Banks

En millions de dollars

	30 mars 1917	29 juin 1917	2 nov. 1917	10 mai 1918	8 nov. 1918
Total du Stock or. . .	947	1.334	1.596	1 942	2.100
Total de l'Escompte..	104	399	689	1.225	2 171
Dépôts.....	706	1.261	1 432	1.651	1.661
Federal Reserve Notes en circulation	357	508	881	1.569	2.558
Proportions entre les billets plus les dépôts et le stock or.	88 %	75,4 %	69 %	60,3 %	49,8 %

Enfin au cours de la troisième période, c'est-à-dire de l'armistice à fin 1920 le facteur principal sur le marché fut la nécessité de fournir des ressources au Trésor (1). Pour rendre ces emprunts le moins cher possible la « Federal Reserve Board » maintint le plus bas possible jusqu'à la fin de 1919 le taux de l'escompte, alors qu'une demande extraordinaire de capitaux se produisait dans le monde entier.

Le résultat de cette politique fut un nouveau développement de l'inflation, que l'on peut suivre sur le tableau suivant :

	8 nov. 1918	31 janv. 1919	26 déc. 1919	21 mai 1920	6 déc. 1920
Total du Stock or. . .	2.100	2.179	2 135	2.079	2.023
Total de l'escompte..	2.171	1.882	2.780	2.917	3 020
Dépôts	1.661	1.659	1.704	1.883	1.667
Federal Reserve Notes en circulation..	2.558	2.450	3.058	3.085	3.312
Proportion entre les billets plus les dé- pôts et le stock or.	49,8 %	53 %	44,8 %	42,7 %	40,6 %

1. Même après l'emprunt de la Victoire (Victory Loan) la dette flottante s'élevait à \$ 3 milliards (mai 1920).

Telle est la situation aux Etats-Unis au point de vue de l'inflation. Mais le dollar fait prime dans presque tous les pays du monde et cet état de choses continuera longtemps grâce à la transformation complète des relations des Etats-Unis avec l'Europe. Avant la guerre ils devaient plus de \$ 2 milliards à l'étranger. Au cours de ces six dernières années, non seulement ils ont racheté la presque totalité de cette dette, mais encore, ils ont prêté à l'étranger jusqu'au 1^{er} juillet 1920 la somme formidable de \$ 11.820 millions dont \$ 9.599 millions représentent les avances du Gouvernement des Etats-Unis à ses Alliés.

Les Etats-Unis payaient en 1913 à l'étranger.

Intérêts des sommes dues.....	175.000.000
Frêt (surtout à la marine anglaise).....	25 000.000
Remises faites par les ouvriers étrangers.....	125.000.000
Dépenses des touristes américains.....	150.000.000
Primes d'assurance, etc.....	25.000.000
	<u>\$ 500 000.000</u>

Actuellement le bilan annuel des Etats-Unis peut s'établir ainsi (1).

Intérêts des sommes dues aux E. U.....	500.000.000
Frêt payé à la marine américaine.....	50.000.000
Remises faites par les ouvriers étrangers.....	— 200.000.000
Dépenses des touristes américains.....	— 200.000.000
Les primes d'assurances, etc., se compensent.	
	<u>\$ 150.000.000</u>

C'est ainsi que les débours d'à peu près un demi-milliard

1. Chiffres approximatifs.

de dollars de 1913 se sont transformés en un revenu de \$ 150 millions en 1920.

Enfin nous aurons terminé notre examen de la situation des Etats-Unis en disant qu'ils connaîtront au cours des quelques années à venir, la même disette de main-d'œuvre que l'Angleterre. Si les pertes de guerre américaines sont insignifiantes, compte tenu de la population du pays, l'arrêt de l'immigration pendant cinq ans ne peut que se faire durement sentir.

Si nous examinons maintenant la situation actuelle de l'Angleterre, l'on s'aperçoit que, comme dans le cas des Etats-Unis, elle s'est aggravée depuis, l'armistice au point de vue de l'inflation.

Quant au contraire c'est au point de vue du change que nous cherchons à voir la transformation apportée dans la situation par deux années de paix, nous apercevons une transformation extraordinaire. Pendant toute la guerre et jusqu'en mars 1919, le livre sterling montra une grande stabilité à New-York, mais subit dans les pays scandinaves, en Hollande et en Espagne une dépréciation considérable. A la fin de 1920 la situation est complètement renversée. Tandis que la livre a connu à New-York une dépréciation de plus de 30 o/o, elle bénéficie enfin à Christiania et à Copenhague d'une prime de près de 40 o/o, à Madrid d'une prime de près de 10 o/o et elle n'est que très légèrement au-dessous du pair à Stockholm et à Amsterdam.

La situation financière de l'Angleterre peut donc se résumer ainsi. L'inflation a continué à s'y développer ; mais elle a à peu près rétabli tous les changes européens en sa faveur. Elle doit \$ 5 milliards, mais sans tenir compte

des dettes russes et de l'indemnité allemande, l'Europe et ses Dominions lui doivent £ 1.350 millions. Sa dette extérieure se trouve ainsi exactement compensée par ses créances.

Nous nous trouvons maintenant en mesure de comparer les marchés de Londres et de New-York. La prépondérance de Londres tenait à son Stock Exchange où des transactions considérables sur les valeurs du monde entier avaient lieu : aujourd'hui les valeurs américaines en ont presque disparu ; elle tenait aussi à son marché libre d'or et aux maisons d'acceptation qui étaient l'instrument par lequel Londres prêtait à court terme au monde entier : aujourd'hui Londres n'est plus un marché libre d'or et les maisons d'acceptation ne se sont pas complètement remises du choc qu'elles ont reçu en août 1914. Cependant grâce à ses colonies, l'Angleterre peut espérer reconstituer son marché libre d'or dans très peu d'années. Quant à ce qui est de ses maisons d'acceptation, une bonne partie des opérations qu'elles ont perdu, a été recueillie par les grandes Joint Stock Banks de Londres.

Certes Londres a perdu sa suprématie mondiale. Mais en Europe, son change favorable, la puissance de son industrie, l'énormité de ses créances n'ont fait que renforcer sa situation. New-York ne pourra pas lui enlever son monopole des acceptations en Europe tant que la traversée de l'Atlantique aller et retour demandera au moins onze jours. L'acceptation en Amérique du Nord et du Sud et en Extrême-Orient a été définitivement acquis par New-York. Cette opinion semble être corroborée par les chiffres donnés dans l'*Economist* par M. Leopold Frederick directeur de l'*American Smelting et Refining Co.*

<i>Londres</i> (année 1918). — Acceptations des banques de la métropole, des banques coloniales et étrangères et des maisons d'acceptations.....		\$ 500 millions
<i>New-York</i> (année 1918).		
Acceptation des banques américaines de New-York.....	\$ 310	—
Acceptations des banques étrangères établies à New-York.....	\$ 55	—
	<u>\$ 365</u>	millions
Moins les acceptations faites à l'occasion du commerce interne.....	\$ 155	millions
	<u>\$ 210</u>	millions

L'état de guerre était certainement beaucoup plus défavorable à Londres qu'à New-York, de telle sorte que les chiffres de 1918 gardent toutes leur importance même en 1920.

On disait couramment avant la guerre qu'il fallait deux générations avant que les Etats-Unis n'aient atteint leur plein développement. Durant la guerre ils firent le progrès d'une génération. Mais il est impossible de précipiter certaines évolutions. Ils n'ont pas encore de vieilles maisons ayant des relations d'affaires avec toutes les parties du monde, leurs populations aiment peu les placements étrangers, ils restent encore sur leur propre territoire d'immenses travaux à faire qui absorberont la totalité de leurs disponibilités pendant encore de longues années.

La situation actuelle est donc semblable à celle d'avant 1870. La puissance financière était alors partagée entre Paris et Londres. Après un demi-siècle de suprématie, Londres est de nouveau obligée d'accepter une rivale. Elle garde l'Ancien Continent tandis que l'Amérique et tous les rivages du Pacifique deviennent le domaine de New-York.

Tous ceux qu'épouvantent les dangers d'un conflit armé qu'un pareil tête à tête rend possible, désirent ardemment voir Paris occuper entre Londres et New-York la place qui lui revient.

Le président de la thèse,
TRUCHY

Le Doyen de la Faculté
F. LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer,
le Recteur de l'Académie de Paris
P. APPELL

INDEX BIBLIOGRAPHIQUE

- The Economist (1914-1920).
The Economic Journal (1914-1918).
Journal of the Royal statistical Society (1914-1920).
Journal des Economistes (1914-1918).
Bankers' Magazine (1912-1914).
The Law Quarterly Review (1914-1918).
The Annals of the American Academy.
The Annals of Political and Social Sciences (1918-1919).
The Times (1920).
The Times Trade Supplement (1920).
Le Temps (1919-1920).
Le Journal des Débats (1919-1920).
Les lettres hebdomadaires de Messrs Samuel Montagu et C^o,
1914-1920.
Parliamentary Debates (1914-1920).
Reports of the Committee on Currency and Foreign Exchanges.
Reports of the Gold Production Committee.
The Defense of the Realm Regulations (1914-1919).
Meeting of the London, City and Midland Bank (1918).
Meeting of the London and Smith's Bank (1917).
Théorie et pratique des opérations financières par Alfred
Barriol.
Foreign Exchange par Albert C. Whitaker.
Money Changing par Hartley Withers.
War and Lombard Street par Hartley Withers.
War Time financial problems par Hartley Withers.
War Finance par Nicholson.
Credit of the Nations par J. Lawrence Langhlin.
Cours d'Economie politique (Doctorat, année 1917) par M. le
Professeur Rist.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
PRÉFACE.....	7
INTRODUCTION.....	9
Importance de la Banque d'Angleterre et de la place de Londres dans le monde financier du début du xx ^e siècle.....	9
1 ^o La Banque d'Angleterre et son influence sur le change	9
2 ^o L'organisation du marché d'or.....	12
3 ^o L'organisation du marché de l'escompte.	16

PREMIÈRE PARTIE

LES SIX PREMIERS MOIS DE LA GUERRE

Effets de la menace de guerre et de la déclaration de guerre sur le marché financier de Londres	21
1 ^o Le marché financier en août 1914.....	22
2 ^o Les changes erratiques de fin juillet-août 1914....	28
3 ^o La crise des maisons d'acceptation	30
4 ^o Les importations d'or.....	34
5 ^o Le marché financier anglais pendant le dernier tri- mestre de 1914	38
6 ^o Critiques.....	39

DEUXIÈME PARTIE

(1915-1919)

CHAPITRE PREMIER. — Le change anglais pendant la guerre.....	47
1 ^o Le fardeau financier de l'Angleterre.....	48

